

2024年12月27日

买入（首次覆盖）

东方电缆（603606）：国内外海风高速发展，海缆龙头蓄势待发

——公司深度报告

证券分析师

周啸宇 S0630519030001

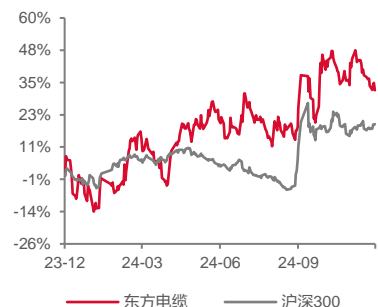
zhouxiaoy@longone.com.cn

证券分析师

于卓楠 S0630524100001

yzn@longone.com.cn

数据日期	2024/12/26
收盘价	52.86
总股本(万股)	68,772
流通A股/B股(万股)	68,772/0
资产负债率(%)	41.73%
市净率(倍)	5.26
净资产收益率(加权)	14.37
12个月内最高/最低价	61.18/32.88



相关研究

1. 聚焦全球海风高速发展，构筑“中国制造”出海机遇——电新行业出海深度系列（一）
2. 光伏产业链价格触底回升，关注多地海风建设进程——新能源电力行业周报（2024/12/16-2024/12/20）

投资要点：

- **公司业绩稳步提升，三季度营收净利同比增长。**公司整体业绩稳步增长，单季度营收及净利同比高增。2024年1-9月，公司累计实现主营业务收入约66.89亿元，同比增长25.18%；实现归属于上市公司股东的净利润约9.32亿元，同比增长13.41%。其中，2024年Q3单季度实现营业收入约26.31亿元，同比增加58.34%；实现归属于上市公司股东的净利润约2.88亿元，同比增加40.28%。
- **全球海风规模高速增长情况下，风电供应链大概率将承压。**预计到2030年，欧洲的风电电缆将大幅增长，头部企业的订单已积压到2030年及以后。根据4C Offshore外部市场容量预测，直到2031年，海底电缆市场都会存在供应紧张局面。由此来看，中国市场短期内尚不会出现供需失衡的情况，或将成为缓解全球供需缺口的主要力量。
- **国内海风市场稳居第一梯队，海外成功开拓欧洲多国市场。**从目前国内已招标的海风项目分布来看，公司依托属地化优势，在浙江省、广东省海风项目的市场份额中占据领先，同时建设阳江生产基地，开拓广东省海风市场并在福建省积极布局。据我们统计，从2020年12月开始，公司累计中标欧洲海缆项目近30亿元，其中项目主要集中在英国、英国苏格兰，并覆盖荷兰及波兰。经过多年的发展，公司已拥有非常丰富的海外交付经验。截止2024年10月18日，公司在手订单约92.36亿元，其中海缆系统29.49亿元，陆缆系统48.90亿元，海洋工程13.97亿元，在手订单充沛。
- **投资建议：**我们认为，国内海风在多重因素催化下，在2024~2025年建设有望提速，考虑到海风项目建设周期较长，或将于2025年~2026年逐步放量，公司海缆领先地位稳固。海外海风发展加速，欧洲市场空间广阔，公司在英国、荷兰市场已经完成0到1的突破，具有丰富的海外交付经验，海外业务有望持续拓展。同时，公司积极布局深远海，已占据技术先发优势，未来有望延续市场领先地位。综上，我们预计公司在2024年~2026年实现营业收入88.58/118.39/136.49亿元，归母净利润12.69/19.22/23.76亿元，EPS分别为1.85/2.79/3.45元/股，对应PE分别为28.64/18.91/15.30倍（以2024年12月26日收盘价52.86元计算）。首次覆盖，予以“买入”评级。
- **风险提示：**风电项目建设不达预期；核心部件进口、出口受汇率及当地政策影响；深远海、漂浮式海风发展不及预期；参与者增多引发竞争风险。

盈利预测与估值

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	7,310.04	8,858.34	11,839.10	13,649.44
同比增速	4.30%	21.18%	33.65%	15.29%
归母净利润（百万元）	1,000.04	1,269.27	1,922.05	2,376.02
同比增速	18.78%	26.92%	51.43%	23.62%
EPS（元/股）	1.45	1.85	2.79	3.45
市盈率（P/E）	36.35	28.64	18.91	15.30
市净率（P/B）	5.78	4.76	3.80	3.05

资料来源：Wind，东海证券研究所，2024年12月26日

正文目录

1. 公司业绩稳步提升，三季度营收净利同比增长.....	4
2. 公司发展历史悠久，产品矩阵丰富	5
3. 全球风电蓬勃发展，海上风电前景广阔	7
3.1. 国内海风建设引领全球，公司市场份额位于第一梯队	8
3.2. 海外海风发展势头迅猛，出海机遇持续走强.....	11
3.2.1. 英国引领欧洲海风市场，公司已完成市场 0 到 1 的开拓	12
3.3. 公司在手订单充沛，合理规划生产布局.....	14
4. 技术研发永不止步，布局深远海&漂浮式.....	15
5. 盈利预测与投资建议	17
5.1. 盈利预测与关键假设	17
5.2. 投资建议与可比公司情况	18
6. 风险提示	19

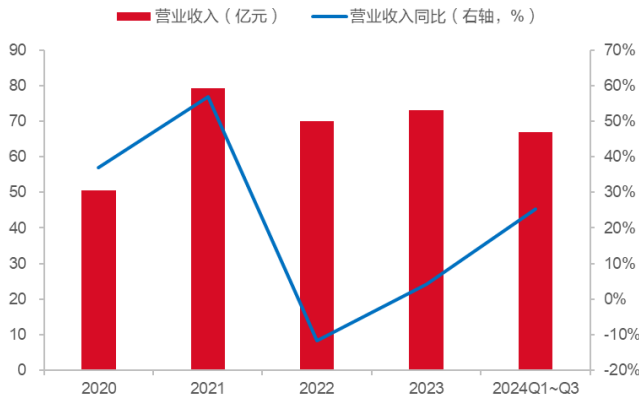
图表目录

图 1 公司 2020 年~2024 年 Q3 营业收入及同比增速.....	4
图 2 公司 2020 年至今历年第三季度营业收入及同比增速.....	4
图 3 公司 2020 年~2024 年 Q3 归母净利润及同比增速.....	4
图 4 公司 2020 年至今历年第三季度归母净利润及同比增速.....	4
图 5 公司 2019 年至今毛利率、净利率变化趋势.....	5
图 6 公司主要产品种类及部分主要产品示意图.....	6
图 7 全球主要经济体风电发展规划.....	7
图 8 全球主要经济体政策端支持力度示意图.....	7
图 9 2001~2028 年全球风电新增装机规模及预测（单位：GW）.....	8
图 10 国内海上风电新增装机规模（单位：GW）.....	9
图 11 2019 年~2023 年全球各地区新增海风装机规模（单位：MW）.....	10
图 12 国内沿海省市“十四五”海风新增装机容量规划（单位：GW）.....	10
图 13 主要海缆厂商中标海风项目所在区域示意图.....	10
图 14 全球海风新增装机规模预测（单位：GW，%（右轴））.....	11
图 15 2016~2023 英国累计海风规模在全球占比情况.....	12
图 16 公司近年在手订单金额汇总（单位：亿元）.....	14
图 17 三峡新能源广东浮式风电项目示意图.....	16
表 1 2023~2030 年全球海上风电需求预测（MW）.....	12
表 2 东方电缆中标欧洲海缆项目统计.....	13
表 3 沿海省市主要深远海海风发展规划汇总.....	15
表 4 公司盈利预测.....	17
表 5 可比公司估值.....	18
附录：三大报表预测值.....	20

1. 公司业绩稳步提升，三季度营收净利同比增长

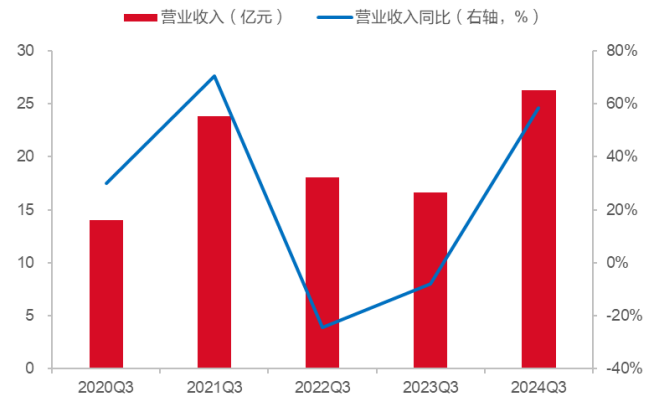
公司整体业绩稳步增长，单季度营收及净利同比高增。2024年1-9月，公司累计实现主营业务收入约66.89亿元，同比增长25.18%；实现归属于上市公司股东的净利润约9.32亿元，同比增长13.41%。其中，2024年Q3单季度实现营业收入约26.31亿元，同比增加58.34%；实现归属于上市公司股东的净利润约2.88亿元，同比增加40.28%。

图1 公司2020年~2024年Q3营业收入及同比增速



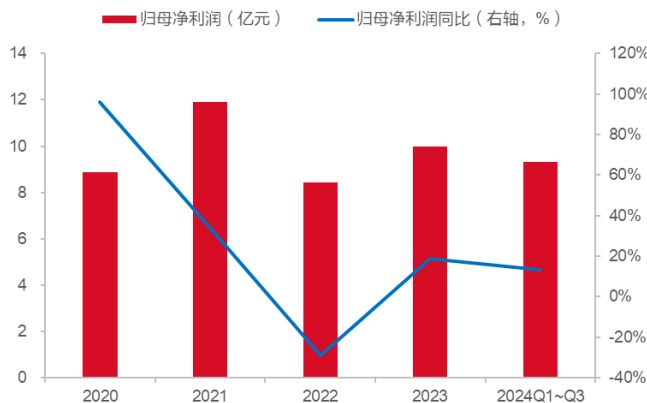
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图2 公司2020年至今历年第三季度营业收入及同比增速



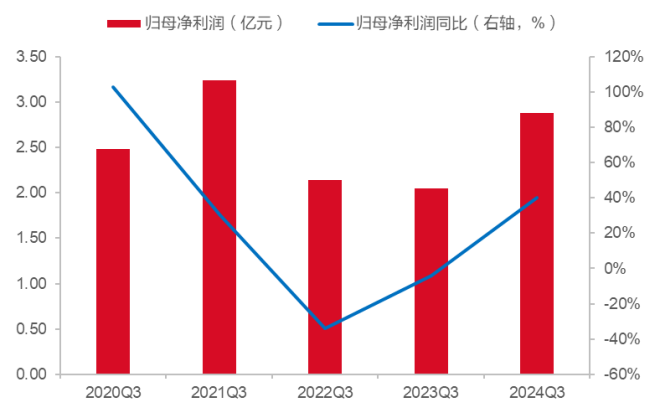
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图3 公司2020年~2024年Q3归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，东海证券研究所

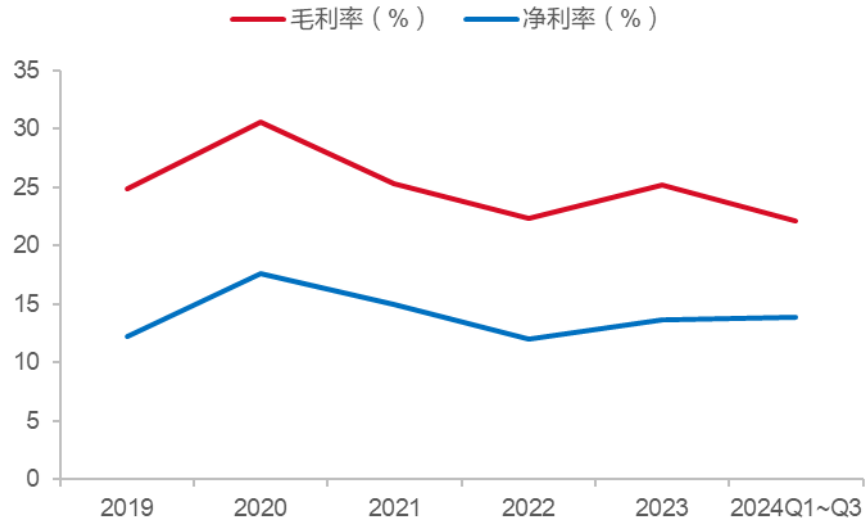
图4 公司2020年至今历年第三季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司盈利能力稳健，提货速度放缓导致公司应收账款增加。从盈利能力看，2024年Q1~Q3公司毛利率为22.16%，同比下滑4.06pct，环比下滑0.27pct；公司净利率为13.91%，同比下降1.45pct，环比下滑1.92pct。我们认为，今年以来行业整体建设进度较为缓慢，业主提货速率下降，使得公司应收账款同步增加，影响报告期内业绩。从历年公司毛利率、净利率变化来看，公司盈利能力维持稳定。随着第四季度的到来，业主提货速度回暖，特别是江苏省、广东省海风项目建设的进度加快，海风板块受到催化，行业有望迎来交付旺季，公司业绩有望放量增长。

图5 公司 2019 年至今毛利率、净利率变化趋势




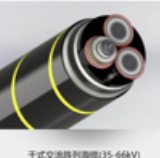

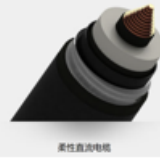





资料来源：公司公告，东海证券研究所

2. 公司发展历史悠久，产品矩阵丰富

公司成立于 1998 年，是一家专注于电线电缆制造的企业，深耕陆缆多年，也是国内较早涉及海缆的企业之一。公司于 2005 年开始光电复合海底电缆和海底交联电缆的研发；2007 年进行股份制改革；2010 年成功研发 220kV 海缆，打破海外厂商对高端海缆的垄断；2014 年公司在上海市交易所上市；2018 年海缆行业爆发，公司海缆业务逐步放量。2024 年半年度报告显示，海缆及海洋工程业务已经成为公司营业收入的重要组成部分，占比分别为 36.5%、6.98%。

公司历经多年发展，产品覆盖领域广阔，产品矩阵丰富。公司现有产品主要覆盖陆缆系统、海缆系统及海洋工程三大领域。拥有 500kV 及以下交流陆缆、海缆， $\pm 535\text{kV}$ 及以下直流海缆、陆缆的系统研发生产能力。陆缆系统产品适配于智能输配电网、智慧建筑&家居、轨道交通、装配用电及绿色石油化工行业。海缆系统产品可应用于岛屿联网、海上风电及海洋油气，其中海上风电适配产品包含列阵电缆、送出主缆及风电动态缆等。海洋工程产品主要为敷设施工船，公司通过了 ISO 三大体系认证，拥有挪威船级社 DNV 认证证书，旗下有近海航区敷设施工船 2 艘、国际无限航区敷设施工船 1 艘，参股孙公司拥有国际无限航区敷设施工船 2 艘。

图6 公司主要产品种类及部分主要产品示意图

主要业务	产品分类	相关产品	部分主要产品示意图
海缆系统	岛屿联网	超高压交流海缆(500kV)	
		高压交流海缆(66-220kV)	
		中压交流海缆(10-35kV)	
		柔性直流海缆(±80-±535kV)	
	海上风电(包含:阵列电缆、送出主缆、风电动态缆)	干式交流阵列海缆(35-66kV)	
		湿式交流阵列海缆(35-66kV)	
		超高压交流海缆(500kV)	
		高压交流海缆(110-220kV)	
	海洋油气	海洋动态电缆	
		海洋装备用脐带缆	
		水下生产系统脐带缆	
		综合生产脐带缆	
陆缆系统	智能输配电网	超高压电力电缆(500kV)	
		高压电力电缆(66-220kV)	
		中压电力电缆(10-35kV)	
		柔性直流电缆	
	智慧建筑&家居	阻燃电线	
		阻燃耐火电线	
		低烟无卤阻燃电线	
		尼龙电线	
	轨道交通	低烟无卤阻燃B1级电线电缆	
		光纤复合中压电缆OPMC	
		低烟无卤电线电缆	
		低烟无卤阻燃耐火布电线	
	装备用电	光纤复合中低压电缆(OPMC/OPLC)	
		控制电缆	
		通信电缆	
		变频电缆	
	绿色石油化工	高压电力电缆(66-220kV)	
		中压电力电缆(10-35kV)	
		低压电力电缆	
		柔性矿物质绝缘防火电缆	
海洋工程	近海航区敷设施工船	敷设施工船: 东方海工01	
		敷设施工船: 东方海工02	
	国际无限航区敷设施工船	敷设施工船: 东方海工07	
		敷设施工船: 爱缆一号	
		敷设施工船: 福洋号	

资料来源: 东方电缆公司官网, 东海证券研究所

注: 敷设施工船“爱缆一号”、“福洋号”为公司参股孙公司的船只。

3.全球风电蓬勃发展，海上风电前景广阔

风力发电作为可再生能源之一，是全球未来能源的重要组成部分。随着全球碳减排工作的推进，各主要经济体陆续公布了各自可再生能源的占比目标或风电装机容量规划，从政策端推动自身能源转型。全球风能协会（GWEC）据此预计，2023~2027年期间，风电将进入新一轮的快速发展期，新增风电装机容量有望达到680GW，即平均每年新增136GW的装机总量。根据各个国家地区政策端支持力度的强弱，GWEC用绿、黄、红色作为区分，全球大部分地区尤其是各主要经济体对风电发展均呈现积极、支持的态度。

从长远来看，海上风电较陆上风电具有更为广阔的发展空间。由于陆上地形高低起伏，对地面风力流动形成影响，因此陆上风机一般需要置于较高的塔筒之上以满足风机对高空风力的捕捉利用。同时，不同地形条件下各个高度的风速也存在差异，对风机部件如风轮、叶片的技术以及材料疲劳度有着较高要求，传动系统也容易损坏。海面风阻较小，平均风速高于陆上的同时，海上风向改变的频率低于陆上。从风力资源捕捉来看，海上风电具有一定的优势。随着人类对海洋资源的不断探索与开发，技术不断迭代，海上风电有着广阔的发展空间。

图7 全球主要经济体风电发展规划

国家地区	可再生能源规划
欧洲	2030年可再生能源占比达45%。2030年海风装机量达60GW
美国	2030年海风装机量达30GW
中国	2030年前，计划每年新增风电装机规模70~80GW
中国台湾	计划2026~2030年海上风电累计装机量超15GW
埃及	2035年可再生能源占比达42%，2030年风电新增装机量8GW
韩国	至2036年，计划新增风电装机量34GW
日本	至2030年，目标海上风电装机量达10GW，2040年达30~45GW
菲律宾	2030年，计划风电装机量达17GW
越南	至2030年，计划风电装机量达28GW

资料来源：GWEC，东海证券研究所

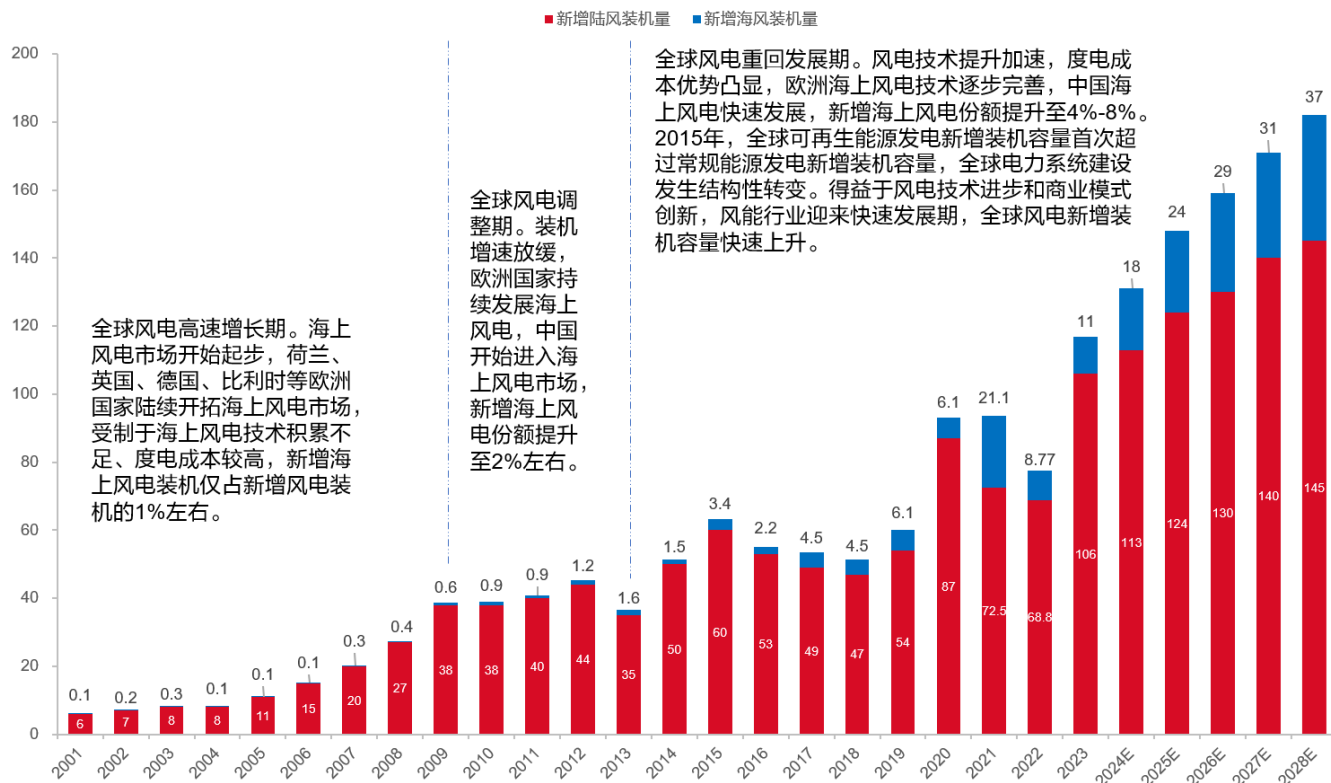
图8 全球主要经济体政策端支持力度示意图



资料来源：GWEC，东海证券研究所

全球海上风电新增装机量呈现持续上升趋势。GWEC数据显示，2023年全球风电市场新增装机容量约117GW，使得全球累计风电装机容量在2023年年底超过了1TW，当年累计装机容量同比增长12.78%。其中2023年陆上风电新增装机量106GW，海上风电新增装机量10.85GW。GWEC认为，在目前的全球政策引导下，未来5年全球有望新增风电装机容量高达791GW。从历史数据来看，2022年新增装机量较2021年小幅下滑，一方面是由于美国地区陆风新增装机容量由2021年的12.75GW下滑至2022年的8.6GW。另一方面，2021年是我国中央财政对海上风电补贴的最后一年，引发了当年的“抢装潮”，全年海风装机量大幅提升至14.48GW。国补退坡后，2022年海上风电新增装机容量大幅下滑至5.15GW。对比来看，2022年全球海上风电新增装机容量的8.77GW，仍高于抢装潮前2020年的6.1GW，而2023年荷兰大力发展海上风电的背景下，欧洲整体新增海风装机容量约3.8GW，创下历史新高。

图9 2001~2028年全球风电新增装机规模及预测（单位：GW）

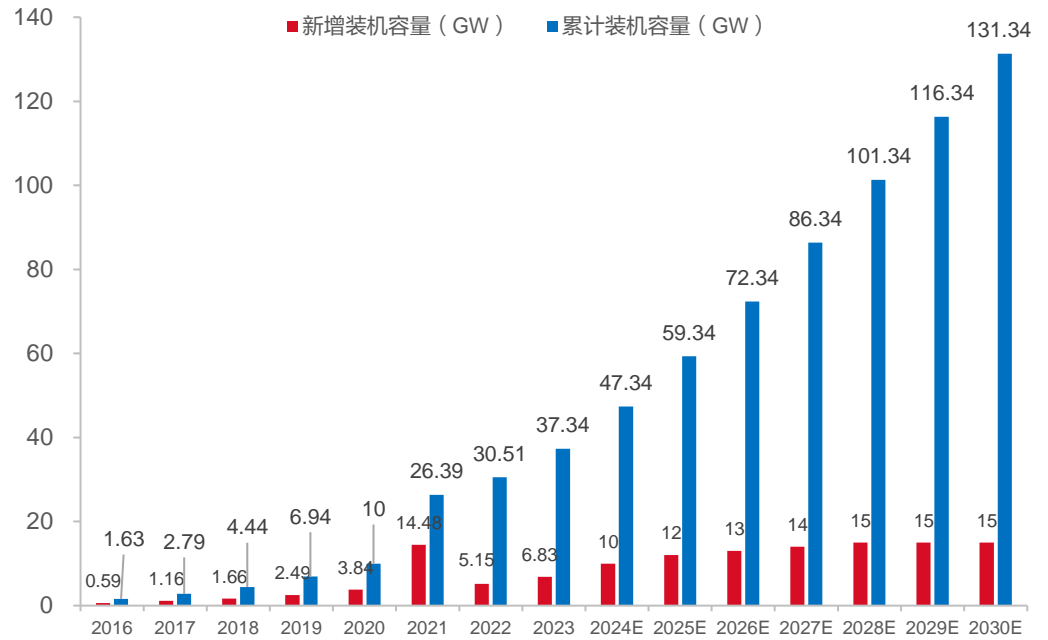


资料来源：GWEC，东海证券研究所

3.1.国内海风建设引领全球，公司市场份额位于第一梯队

从历年新增装机量来看，国内海风规模正处于稳步上升通道。2008年5月，我国首个大型海上风电项目——上海东海大桥风电场项目获国家发改委核准，该项目由34台单机容量为3MW的风电机组组成，于2009年9月4日正式并网发电。2014年，发改委发布《关于海上风电上网电价政策的通知》，其中提到：“对非招标的海上风电项目，区分潮间带风电和近海风电两种类型确定上网电价，鼓励通过特许权招标等市场竞争方式确定海上风电项目开发业主和上网电价”，鼓励投资者优先开发优质海洋风能，极大地推动了我国海上风电行业的发展。

图10 国内海上风电新增装机规模（单位：GW）

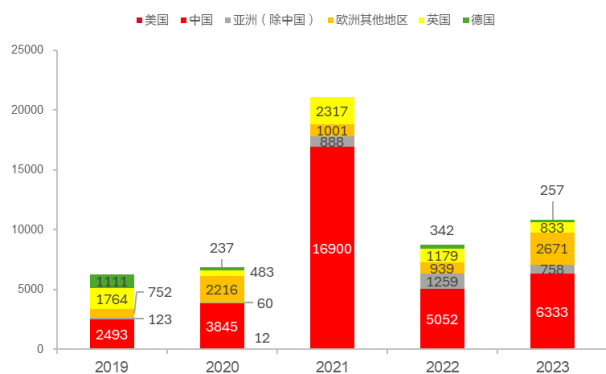


资料来源：国家能源局，GWEC，东海证券研究所

GWEC 数据显示，2023 年全球新增海上风电装机规模 10.8GW，其中国内新增海风装机规模约 6.83GW，连续第六年成为全球海风新增装机规模的领头羊。截至 2023 年年底，国内海风累计装机规模约 37.34GW，高出欧洲累计装机规模约 3.7GW（约 11%），占全国风电累计并网容量的 8.5%；占全球海上风电累计市场份额的一半左右，连续第三年位居全球累计规模的首位。根据近期举办的海上风电现代产业链共链大会数据显示，2024 年前三季度，国内海上风电新增 2.47GW，累计已达 39.10GW，2024 年年底有望突破 45GW，或将连续四年位居全球首位。

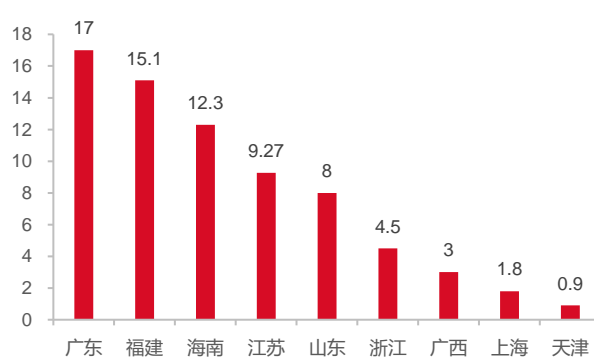
“十四五”规划清晰，装机规模高增确定性走强。2023 年 6 月，广东省“2023 年海上风电竞配方案”公布，同年 10 月 7GW 省管海域项目落地；2024 年 1 月，河北省“十四五”7.3GW 海风规划获批，其中省管海域 1.8GW（秦皇岛 0.5GW、唐山 1.3GW）、国管海域 5.5GW，要求 2025 年前省管并网 0.6GW、国管 1.0GW；浙江省“十四五”16.5GW 海风规划获批，其中省管海域 8.5GW、国管海域 8GW，要求 2025 年前省管、国管海域分别并网 2GW；山东省规划 2024 年建设 3.36GW 海风项目；海南省两大海风项目于 2024 年 1 月开工，预计 2025 年 6 月完成 1.2GW 并网容量；2024 年 8 月，辽宁省“十四五”海上风电计划获批，其中省管海域 7GW，国管海域 6.1GW，此前辽宁省发布《辽宁省“十四五”海洋经济发展规划》中提到，到 2025 年，力争海上风电累计并网装机容量达到 4.05GW，截至 2023 年年底，辽宁省海上风电累计装机 1.053GW，尚有近 3GW 的待装机规模；江苏省海风项目在 2024 年下半年建设速度明显加快。据此统计，2024~2025 年期间，确定并网项目规模超 20GW，新增装机量有较强的确定性。

图11 2019年~2023年全球各地区新增海风装机规模(单位: MW)



资料来源: GWEC, 东海证券研究所

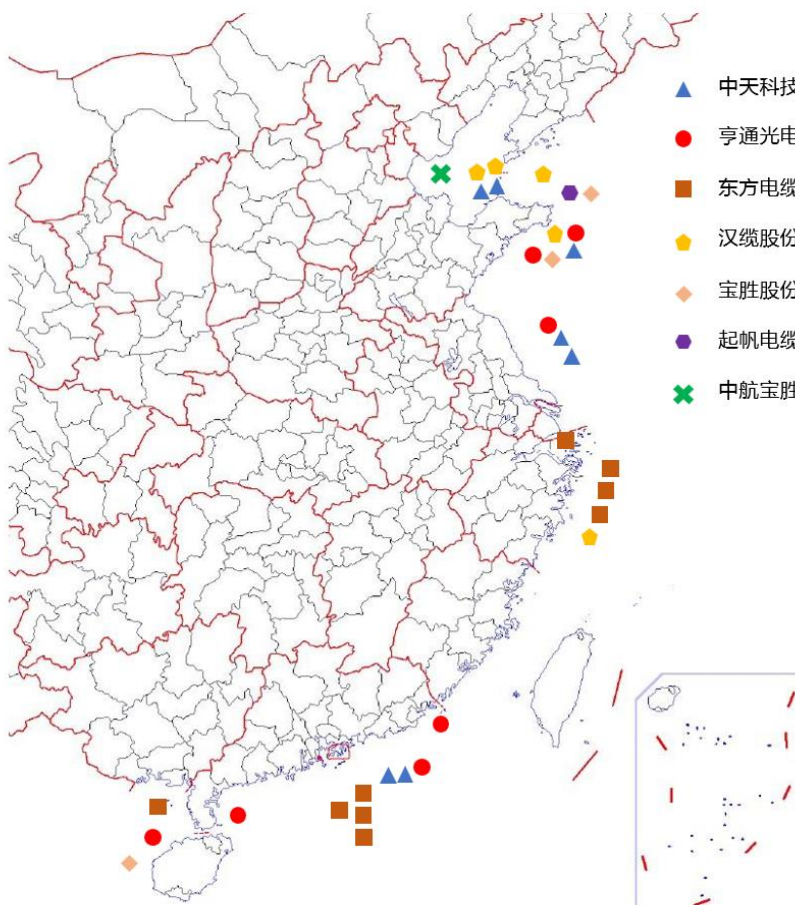
图12 国内沿海省市“十四五”海风新增装机容量规划(单位: GW)



资料来源: 各政府部门网站, 东海证券研究所

公司作为海缆领先企业, 在国内海缆市场中稳居第一梯队。从目前国内已招标的海风项目分布来看, 公司依托属地化优势, 在浙江省、广东省海缆项目的市场份额中占据领先, 同时建设阳江生产基地, 拓展广东省海风市场并在福建省积极布局。从产品角度出发, 330kV 及 500kV 海缆中, 公司占据较大优势。

图13 主要海缆厂商中标海风项目所在区域示意图

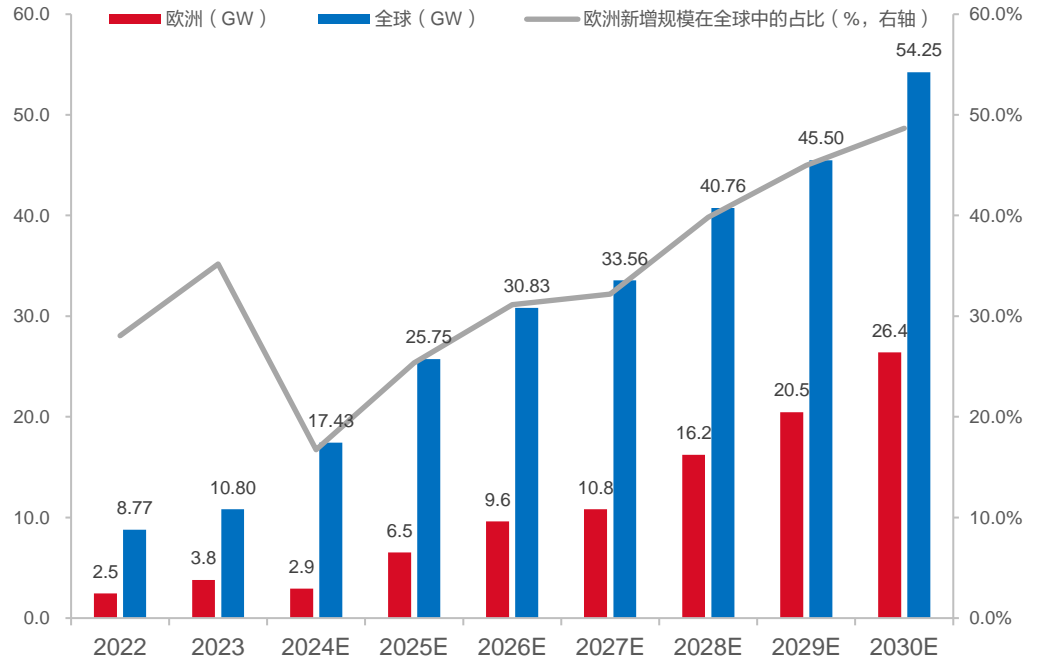


资料来源: 公开资料整理, 东海证券研究所

3.2.海外海风发展势头迅猛，出海机遇持续走强

全球海风规模增长有望加速，中国和欧洲仍将成为主要装机地区。GWEC 预计未来 5 年海上风电装机规模复合增长率为 28%，2028 年较 2023 年或将呈现倍数增长趋势。其中，中国及欧洲地区仍将成为海上风电主要增长国家，预计 2024 年~2025 年将贡献全球 85% 的增长规模，美国及亚太地区其他国家，从 2026 年开始，预计每年新增 5~8GW 的装机量。2024 年~2028 年，海上风电累计装机规模可达 138GW，平均每年新增 27.6GW。

图14 全球海风新增装机规模预测（单位：GW，%（右轴））



资料来源：GWEC，东海证券研究所

全球海风规模高速增长情况下，风电供应链大概率将承压。根据国际可再生能源机构（IRENA）《2023 年世界能源转型展望》，到 2050 年，可再生能源预计将占总能源发电量的 91%。为实现此目标，将需要每年部署 1066GW 的可再生能源发电，其中 58%（615GW/年）预计来自太阳能，31%（335GW/年）来自风能。2023 年 4 月，G7 联合公报发布承诺，到 2030 年将海上风电总装机容量增加至 150GW。

根据 Entso-e 2024 年发布的报告，海上可再生能源将成为欧洲电力系统中第三大重要能源。目前海上可再生能源装机容量仅占预计装机容量的一小部分，要实现 2030 年的目标，整个欧洲地区每年装机容量必须达到 25.5GW，对应海上输电基础设施扩张速度必须是过去 10 年的 9 倍。Entso-e 指出，到 2050 年海上输电系统安装长度将达 4.8-5.4 万公里。为整合欧洲地区到 2050 年高达 495GW 的海上可再生能源容量，海上基础设施安装的路线长度需在 48,000-54,000 公里之间。受风力发电活动快速增长和离岸距离不断增加的推动，预计到 2030 年，欧洲的风电电缆将大幅增长，头部企业的订单已积压到 2030 年及以后。根据 4C Offshore 外部市场容量预测，直到 2031 年，海底电缆市场都会存在供应紧张局面。由此来看，中国市场短期内尚不会出现供需失衡的情况，或将成为缓解全球供需缺口的主要力量。

表1 2023~2030 年全球海上风电需求预测 (MW)

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
欧洲	5148	2916	6527	9598	10808	16225	20465	26400
中国	8000	12000	14000	15000	15000	15000	15000	15000
亚太地区 (除中国)	1769	1559	2884	2695	3256	5030	5535	6995
北美	533	955	2335	3535	4500	4500	4500	4500
拉丁美洲	0	0	0	0	0	0	0	1350

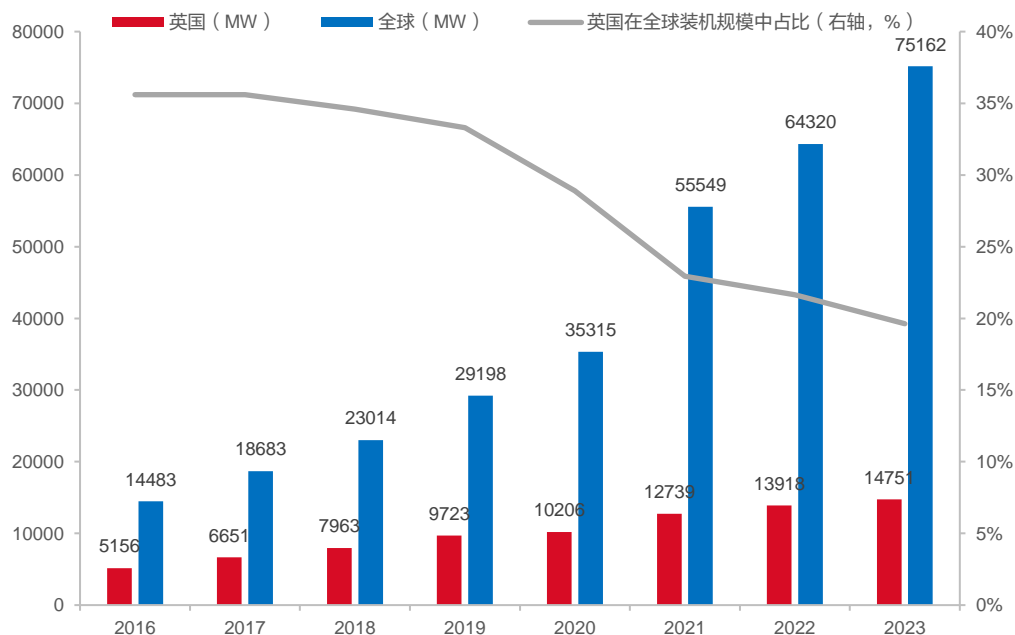
资料来源: GWEC, 东海证券研究所

注: 标黄部分为各地区预计出现供给不足的时间

3.2.1. 英国引领欧洲海风市场, 公司已完成市场 0 到 1 的开拓

欧洲海风高速增长, 英国将成为主要贡献国之一。GWEC 数据显示, 2024 年~2028 年间, 欧洲地区新增海上风电装机规模预计可达 42GW, 其中英国占比可达 44%、德国 15%、波兰 11%、荷兰 8%、法国 6%、丹麦 5%。

图15 2016~2023 英国累计海风规模在全球占比情况



资料来源: GWEC, 东海证券研究所

英国是欧洲地区海上风电开发的领头羊。2014 年, 在大力发展可再生能源的背景下, 英国推出了差价合约机制, 将发电企业与专门公司签订差价合约作为市场电价协议的补充, 从而锁定出售电力的电价, 以达到降低市场电力价格波动风险的目的。该机制的推出, 一方面能为海上风电开发商提供较为清晰稳定的价格, 作为开发商测算项目可行性的基准, 另一方面又能对市场起到激励作用, 是英国海上风电快速发展的重要驱动力之一。截至 2023 年底, 英国累计海风装机容量 14.75GW, 约占欧洲累计装机容量 34.03GW 的 43.34%。

随着全球“碳中和”的推进, 英国政府开始加大海上风电投资开发力度, 并于 2022 年正式对外宣布, 将 2030 年海上风电目标装机容量从原定的 40GW 提升至 50GW, 同时将差价合约竞标由原来的两年一次修订至一年一次。差价合约竞标频次的加快, 开发商对海上风电市场的竞争将更加激烈, 在当年度电价锁定的前提下, 开发成本更低的开发商的优势有望凸显, 也将成为海上风电降本的动力之一。

英国海风发展加速，公司已经完成市场开拓。英国政府近期在风电政策上进行了大幅调整，以刺激风电产业的快速发展。2024 年的可再生能源拍卖预算将增加 5 亿英镑，总额达到创纪录的 15 亿英镑。其中，11 亿英镑用于海上风能，比之前增加了 3 亿英镑。英国计划在 2024-2025 年间投资 450 亿英镑，旨在到 2030 年前将海上风电发电量增加 5 倍，并增加太阳能发电容量。这一承诺被认为是推动英国迈向更可持续的能源体系、实现其 2050 年净零排放气候变化愿景目标的关键一步。**从公司目前中标的海外项目来看，主要集中在英国市场。**据我们统计，从 2020 年 12 月开始，公司累计中标欧洲海风项目近 30 亿元，其中项目主要集中在英国、英国苏格兰，并覆盖荷兰及波兰。2024 年 1 月 23 日公司公告，拟通过境外直接投资的方式认购英国 XLCC Limited 公司约 8.5% 股权，进一步深耕英国市场。XLCC 为离岸电网运营商、公用事业公司以及离岸风电开发商和运营商，开展 HVDC（高压直流）电缆的生产、供应及安装业务。开发和运营一家高压直流电缆制造厂，专注于生产标准化的 525kV 海底电缆。公司通过投标海外项目及直接投资，不断开拓海外市场。经过多年的发展，公司已拥有非常丰富的海外交付经验，我们认为，随着英国海风市场的不断发展，公司持续开拓欧洲其他海风市场，提升海外收入，打开公司新的业绩增长空间。

表2 东方电缆中标欧洲海缆项目统计

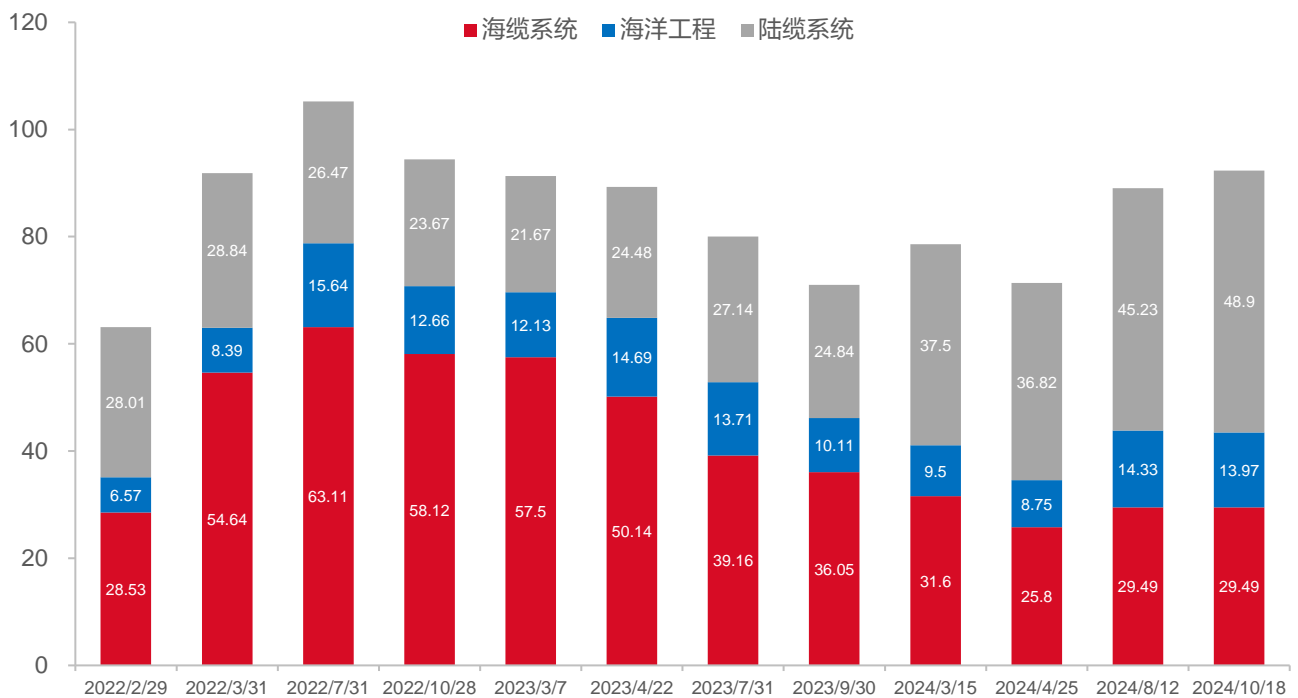
时间	海风项目	地区	招标方	中标产品	中标金额 (亿元)
2020/12/21	南苏格兰电网公司 (SSEN) Skye - Harris 岛屿连接项目	苏格兰	南苏格兰电网公司 (SSEN)	光电复合海底电缆	0.8
2022/3/24	Hollandse Kust West Beta 海上风电项目	荷兰	TenneT	220kV 海底电缆、66kV 海底电缆及 220kV 高压电缆产品	5.3
2022/11/1	Pentland Firth East 项目	苏格兰	南苏格兰电网公司 SSEN	35 千伏海缆	1.0
2023/4/21	Inch Cape 海上风电项目	英国	INCH CAPE OFFSHORE LIMITED	220kV 三芯 2000mm ² 铜导体海缆的设计和整个系统的型式实验	0.14
2023/5/17	Baltica 2 海上风电项目	波兰	ORSTED BALTICA 2 HOLDING SP. Z O.O. (“Orsted-沃旭”) 和 PGE BALTICA 6 SP. Z O.O. (“PGE-波兰电网”) 的合资公司	整个风场 66kV 海缆及配套附件	3.5
2024/7/8	-	苏格兰	南苏格兰电网公司 (SSEN)	海底电缆	1.5
2024/7/8	Inch Cape 海上风电项目	英国	INCH CAPE OFFSHORE LIMITED	海底电缆	18.0

资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.3.公司在手订单充沛，合理规划生产布局

公司在手订单充沛。截止 2024 年 10 月 18 日，公司在手订单约 92.36 亿元，其中海缆系统 29.49 亿元，陆缆系统 48.90 亿元，海洋工程 13.97 亿元。从在订单规模来看，公司最近几个季度在手订单金额稳步提升，逐步持平于 2022 年。2024 年上半年，国内部分地区海风项目受限制性因素影响，进展较为缓慢。2024 年 Q3，限制性因素影响减弱，江苏省、广东省多个海风项目启动建设，福建省、山东省、广西省储备规模不断攀升。进入 2024 年 Q4，海风项目建设不断加速，下游提货速率提升。我们认为，进入“十四五”最后一年，海上风电装机并网规模有望增长，或将出现新一轮“装机潮”，同时沿海省市海风发展规划为“十五五”国内海风发展奠定了良好基础。公司作为海缆龙头企业之一，有望持续受益。

图16 公司近年在手订单金额汇总（单位：亿元）



资料来源：GWEC，东海证券研究所

从公司目前的生产基地布局来看，东部基地贡献主要产能，南部、北部基地正在筹建中。公司在充分考虑市场、资源、交通等因素的基础上，进行了更加科学合理的产业布局，建成投产位于宁波北仑的未来工厂，撤并原中压产业基地，形成高压海缆分厂、中压电缆分厂、特种电缆分厂、高压电缆分厂及海工基地为核心的东部（北仑）基地，建设以广东阳江为核心的南部产业基地，谋划北部产业布局。东部（北仑）基地是公司总部所在地，位于经济发达的杭州湾大湾区，也是长三角城市群范围，经济发展迅猛。南部产业基地位于中国经济最为发达的粤港澳大湾区，同时可辐射国际市场。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。两大产业基地布局都位于经济活跃地区，紧邻市场与客户，对市场的瞬息变化和客户的需求，能够形成快速有效的响应，而且所布局的各个产业基地之间可以相互关联，守望相助，铸造成一个牢不可破的整体，从而提升企业的竞争力和抗风险能力。依托上述产业基地基础，提供三大产业板块的产品与服务，包括海缆系统、陆缆系统、海洋工程，全面覆盖了从陆地到海洋、从产品到服务的相关业务。

2024 年 6 月 3 日公司公告，与莱州市人民政府签订《投资合作协议》，拟投资 15 亿元在山东省烟台莱州市投资建设高端海缆系统北方产业基地项目。2024 年 8 月 15 日，公司发布公告，拟以 2 亿元自有资金在山东省烟台莱州市投资设立全资子公司。从生产基地布局来

看，公司在维持南方市场份额的同时，依托新设立的北方产业基地，有望增强在北方市场的拿单优势，未来公司的市场份额有望进一步提升。

4. 技术研发永不止步，布局深远海&漂浮式

国内沿海省市于 2022 年间，纷纷发布开展深远海风电项目开发的规划。国家能源局今年发布的《2024 年能源工作指导意见》中提出：2024 年非化石能源发电装机占比提高到 55% 左右；风电、太阳能发电量占全国发电量的比重达到 17% 以上。同时提出：巩固扩大风电光伏良好发展态势。稳步推进大型风电光伏基地建设，有序推动项目建成投产。统筹优化海上风电布局，推动海上风电基地建设，稳妥有序推动海上风电向深水远岸发展。政策端的有力支持，为“十四五”海风发展指明了方向，也为近海海风向深远海及漂浮式的发展奠定了良好的基础。

表3 沿海省市主要深远海风电发展规划汇总

省份	时间	规划内容	来源
江苏	2022 年 6 月	稳妥开展深远海海上风电示范建设	《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划》
广东	2022 年 12 月	稳妥推进位于国管海域的深远海海上风电项目示范化开发。“十四五”期间推动 800 万千瓦项目前期工作，并做好与全国深远海海上风电规划的衔接，手续齐备时开工建设，力争 2025 年底前建成并网 200 万千瓦以上	《广东省海上风电规划调整的复函》
	2023 年 6 月	国管海域项目配置范围，先安排 15 个共 1600 万千瓦的预选项目，再从中遴选出 800 万千瓦的项目作为开展前期工作的示范项目	《广东省 2023 年海上风电项目竞争配置工作方案》
山东	2022 年 3 月	逐步推动海上风电向深远海发展，优选部分场址开展深远海海上风电平价示范	《山东省可再生能源发展“十四五”规划》
海南	2022 年 3 月	万宁东南部(漂浮式)1GW，已于 2022 年底正式开工	《海南省海上风电项目招商(竞争性配置)方案》
广西	2022 年 9 月	推动深远海海上风电示范应用	《广西可再生能源发展“十四五”规划》
浙江	2022 年 5 月	探索近海及深远海“海上风电应用基地+海洋能+陆上产业基地”发展新模式	《浙江省能源发展“十四五”规划》
上海	2022 年 5 月	深远海风电重点布局在崇明以东海域，陆上风电重点布局在崇明、浦东(含九段沙)、金山等沿江沿海区域，因地制宜推动分散式风电开发	《上海市能源发展“十四五”规划》
天津	2022 年 1 月	加快推进远海 90 万千瓦海上风电项目前期工作	《天津市可再生能源发展“十四五”规划》
福建	2022 年 6 月	力争推动深远海风电开工 480 万千瓦	《福建省“十四五”能源发展专项规划》
江苏	2022 年 6 月	稳妥开展深远海海上风电示范建设	《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划》

资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

展望未来，海上风电迈向“深蓝”，深远海趋势明确。预计到 2025 年后，国内百万千瓦级、千万千瓦级海上风电项目将主要位于深远海，深远海将是“十五五”时期海风的确切发展方向。同时，深远海风电项目的经济性有望增强。据《能源转型展望》预测，到 2050 年，漂浮式海上风电成本将下降近 80%，逐步具备平价商业化开发条件。随着“十五五”时期即将到来，国内深远海项目竞配量有望持续提速，深远海规划也将持续完善。GWEC 预计，到 2030 年全球漂浮式海上风电有望达 16.5GW。

根据相关项目发布的公告，公司于近期成功中标华润连江外海海上风电场项目 66kV 海缆采购及敷设，该项目为福建省首个深远海海风示范项目。同时，公司已成功为三峡新能源广东浮式风电项目供应动态海底电缆。深远海海风项目及浮式项目的突破，意味着公司在海上风电下一阶段占据技术先发优势，未来市场领先地位有望延续。

图17 三峡新能源广东浮式风电项目示意图



资料来源：公司官网，东海证券研究所

5.盈利预测与投资建议

5.1.盈利预测与关键假设

公司主要营业收入是由陆缆系统、海缆系统和海洋工程三块业务组成，其中陆缆系统作为基本盘贡献稳定收入，海缆系统和海洋工程业务受益于国内外海风高速发展，已经成为公司营业收入的重要组成部分。截至 2024 年 10 月 18 日，公司陆缆系统在手订单约为 48.90 亿元，较 2023 年同期增加约 24.14 亿元，公司海缆系统在手订单约为 29.49 亿元。根据前文对风电行业梳理及公司中标项目的梳理，我们对公司盈利做出如下假设：

陆缆系统：该业务的核心客户是国家电网、南方电网等企业，国内电网投资不断增加背景下，公司有望充分受益。叠加风电、光伏等新能源发电占比的不断提升，市场需求仍有较大增量空间。考虑到关联板块的建设周期及收入确认时间，我们保守预计 2024 年~2026 年陆缆系统营业收入增长率为 15%、30%、15%，毛利率 10%、11%、12%，毛利率稳步上升至接近历史峰值；

海缆系统：截至 2024 年 10 月 18 日，公司于 2024 年 11 月 22 日发布中标项目提示性公告，合计中标金额约 40 亿元。由于 2024 年上半年海风项目开工不足，交付可能延后，2024 年下半年海风开工速率明显提升，结合中标项目的建设周期及交付时间，我们保守预计 2024 年~2025 年海缆系统营业收入增长率为 25.43%、37.97%、15.74%。受上游大宗商品价格波动影响，毛利率略低于往年，分别假设为 44%、46%、48%；

海洋工程业务：公司旗下近海航区敷设施工船为“东方海工 01”、“东方海工 02”，国际无限航区敷设施工船为“东方海工 07”，参股孙公司旗下船只“爱缆一号”及“福洋号”，考虑到施工船敷设范围，该业务与海缆系统业务关联度较高。我们保守预计该业务增长率与公司海缆系统业务增长率趋同，2024 年~2026 年分别为 25%、35%、15%，毛利率参考过去三年平均毛利率，分别为 24%、25%、26%。

表4 公司盈利预测

		2023	2024E	2025E	2026E
陆缆系统	营业收入（亿元）	38.27	44.01	57.21	65.80
	增长率（%）	-3.77	15	30	15
	毛利率（%）	7.96	10	11	12
海缆系统	营业收入（亿元）	27.66	34.69	47.87	55.40
	增长率（%）	23.47	25.43	37.97	15.74
	毛利率（%）	49.14	44	46	48
海洋工程业务	营业收入（亿元）	7.09	9.8	13.23	15.22
	增长率（%）	-9.94	25	35	15
	毛利率（%）	24.53	24	25	26
其他业务	营业收入（亿元）	0.08	0.08	0.08	0.08
	增长率（%）	92.75	1	1	1
	毛利率（%）	-	30	30	30
合计	营业收入（亿元）	73.10	88.85	118.39	136.49
	增长率（%）	4.3	21.2	25.0	19.2
	毛利率（%）	25.21	24.9	26.7	28.2

资料来源：Wind，东海证券研究所

5.2.投资建议与可比公司情况

我们认为，国内海风在多重因素催化下，在 2024~2025 年建设有望提速，考虑到海风项目建设周期较长，或将于 2025 年~2026 年逐步放量，公司海缆领先地位稳固。海外海风发展加速，欧洲市场空间广阔，公司在英国、荷兰市场已经完成 0 到 1 的突破，具有丰富的海外交付经验，海外业务有望持续拓展。同时，公司积极布局深远海，已占据技术先发优势，未来有望延续市场领先地位。

我们采用 PE 估值法，选取中天科技、亨通光电和起帆电缆作为可比公司。中天科技、亨通光电与公司同为国内领先的海缆供应商，起帆电缆在产品结构上与公司具备一定相似度。结合各家公司在海风项目中标情况、技术研发及生产基地布局，我们认为东方电缆在国内电网投资日益增长、国内外海风高速发展的背景下，具备较强的龙头竞争优势，可给予一定的估值溢价。

综上，我们预计公司在 2024 年~2026 年实现营业收入 88.58/118.39/136.49 亿元，归母净利润 12.69/19.22/23.76 亿元，EPS 分别为 1.85/2.79/3.45 元/股，对应 PE 分别为 28.64/18.91/15.30 倍（以 2024 年 12 月 26 日收盘价 52.86 元计算）。首次覆盖，予以“买入”评级。

表5 可比公司估值

证券代码	公司	股价 (元)	EPS (摊薄)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600522.SH	中天科技	14.77	0.91	0.98	1.21	1.41	13.68	15.04	12.17	10.44
600487.SH	亨通光电	18.68	0.87	1.15	1.39	1.62	13.68	16.30	13.46	11.52
605222.SH	起帆电缆	15.63	1.01	1.13	1.56	1.96	19.05	13.80	9.85	7.98
	平均值						15.47	15.05	11.83	9.98
603606.SH	东方电缆	52.86	1.45	1.85	2.79	3.45	36.35	28.64	18.91	15.30

资料来源：除东方电缆外，其他均为 Wind 一致预期，东海证券研究所，数据截止日期为 2024 年 12 月 26 日

6.风险提示

1) 风电项目建设不达预期

国内风电项目审批速率将影响风机招标规模，招标规模变化或将影响市场对行业整体信心。国外海上风电发展受政策等宏观因素影响，需求存在减弱的风险。

2) 核心部件进口、出口受汇率及当地政策影响

汇率波动可能增加进口部件成本压力，压缩出口产品利润。当地政策如欧洲反倾销税、碳税或将使企业成本端承压。

3) 深远海、漂浮式海风发展不及预期

深远海海风尚处于示范阶段，漂浮式风电尚处于技术发展初期，技术发展不及预期可能减缓相关项目商业化、规模化进程。

4) 参与者增多引发竞争风险

全球海风高景气发展吸引越来越多参与者，产业链部分环节玩家的增加可能带来激烈的竞争，扰乱市场秩序，盈利水平不及预期的风险增加。

附录：三大报表预测值

利润表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,310	8,858	11,839	13,649
%同比增速	4%	21%	34%	15%
营业成本	5,467	6,654	8,675	9,803
毛利	1,843	2,204	3,164	3,847
%营业收入	25%	25%	27%	28%
税金及附加	49	42	59	75
%营业收入	1%	0%	0%	1%
销售费用	153	173	242	277
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	130	164	206	245
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	270	308	417	487
%营业收入	4%	3%	4%	4%
财务费用	8	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-29	-24	-32	-28
信用减值损失	-99	-83	-70	-84
其他收益	33	29	44	52
投资收益	3	7	13	11
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	9	0	0	0
资产处置收益	0	10	5	7
营业利润	1,151	1,455	2,199	2,721
%营业收入	16%	16%	19%	20%
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	1,146	1,455	2,199	2,721
%营业收入	16%	16%	19%	20%
所得税费用	145	186	277	345
净利润	1,000	1,269	1,922	2,376
%营业收入	14%	14%	16%	17%
归属于母公司的净利润	1,000	1,269	1,922	2,376
%同比增速	19%	27%	51%	24%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	1.45	1.85	2.79	3.45

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.45	1.85	2.79	3.45
BVPS	9.15	11.11	13.90	17.36
PE	36.35	28.64	18.91	15.30
PEG	1.94	1.06	0.37	0.65
PB	5.78	4.76	3.80	3.05
EV/EBITDA	21.06	20.26	13.59	10.69
ROE	16%	17%	20%	20%
ROIC	14%	15%	18%	19%

资产负债表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,142	3,040	3,233	4,533
交易性金融资产	86	86	86	86
应收账款及应收票据	2,684	2,911	3,960	4,552
存货	2,148	1,954	2,641	3,187
预付账款	79	107	170	163
其他流动资产	778	733	1,017	1,180
流动资产合计	7,917	8,831	11,107	13,701
长期股权投资	48	64	81	99
投资性房地产	17	23	30	34
固定资产合计	1,925	2,381	2,840	3,268
无形资产	364	390	427	461
商誉	0	0	-1	-1
递延所得税资产	95	105	105	105
其他非流动资产	273	317	467	569
资产总计	10,640	12,110	15,056	18,236
短期借款	0	0	-82	-143
应付票据及应付账款	2,249	2,281	3,068	3,620
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	44	91	88	104
应交税费	67	78	83	114
其他流动负债	1,441	1,483	1,800	2,067
流动负债合计	3,801	3,934	4,958	5,761
长期借款	353	353	353	353
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	41	36	36	36
其他非流动负债	154	149	149	149
负债合计	4,349	4,471	5,495	6,299
归属于母公司的所有者	6,291	7,639	9,561	11,937
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	6,291	7,639	9,561	11,937
负债及股东权益	10,640	12,110	15,056	18,236

现金流量表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1,190	1,485	1,230	2,261
投资	14	-29	-37	-29
资本性支出	-612	-755	-931	-881
其他	3	19	13	11
投资活动现金流净额	-596	-765	-955	-899
债权融资	-347	105	-82	-61
股权融资	0	1	0	0
支付股利及利息	-206	0	0	0
其他	-8	80	0	0
筹资活动现金流净额	-561	186	-82	-61
现金净流量	30	898	193	1,300

资料来源：携宁，东海证券研究所，2024年12月26日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089