

东方电缆 (603606.SH)

陆缆业务增长强劲，海缆订单规模创新高

公司披露，2024 年，公司分别实现收入、归上净利润、扣非净利润 90.93、10.08、9.09 亿元，同比增加 24.38%、0.81%、-6.07%。2025Q1 单季度分别实现收入、归上净利润、扣非净利润 21.47、2.81、2.74 亿元，同比增长 63.83%、6.66%、42.02%。

- **经营分析:** 2024 年实现收入 90.93 亿元，同比增长 24.38%，归母净利润 10.08 亿元。同比提升 0.81%。25Q1 单季度营收 21.47 亿元，同比提升 63.83%。归母净利润 2.81 亿元，同比提升 6.66%。截至报告期末，公司资产负债率为 40.82%，继续保持稳健经营；偿债保障能力强，报表扎实。
- **海缆订单规模创新高，重点项目完成突破。** 2024 年公司海缆系统收入 27.78 亿元，同比增 0.41%。报告期内，公司完成多项重点海缆项目的交付与中标。截至 2025 年 3 月 21 日，海缆业务在手订单约 88 亿元，创订单新高。行业层面，国内，多省市海风装机距“十四五”规划目标仍有较大空间，年内有望出现抢装潮。海外，欧洲本土头部企业存在产能缺口，国内企业有望获得外溢订单。
- **海工业务持续拓展，市场空间广阔。** 公司 2024 年海洋工程收入 8.89 亿元，同比增 25.29%。海底电缆工程技术门槛高，具备全流程解决方案的厂家少。公司持续拓展海工业务，已形成完善的系统解决方案，综合竞争力强。伴随海风、海缆市场后续的需求放量，海工业务后续市场空间广阔。
- **陆缆业务增长强劲，盈利水平有望提升。** 公司 2024 年全年陆缆系统收入 54.16 亿元，同比大幅提升 41.52%，全年毛利率 7.59%，同比下降 0.37pct。公司以“品牌入围+工程落地+渠道承接”的开拓模式，持续提升陆缆业务竞争力。后续公司规划开发高等级产品，未来毛利水平提升潜力大。
- **投资建议:** 预计公司 2025-2026 年归母净利润为 16.56、20.67 亿元，对应 PE21X、17X，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险、产业竞争带来的盈利下滑风险、海上风电投资建设规模不及预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7310	9093	11955	14639	17131
同比增长	4%	24%	31%	22%	17%
营业利润(百万元)	1151	1155	1887	2355	2859
同比增长	20%	0%	63%	25%	21%
归母净利润(百万元)	1000	1008	1656	2067	2510
同比增长	19%	1%	64%	25%	21%
每股收益(元)	1.45	1.47	2.41	3.01	3.65
PE	34.9	34.7	21.1	16.9	13.9
PB	5.6	5.1	4.3	3.6	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

增持 (维持)

中游制造/电力设备及新能源

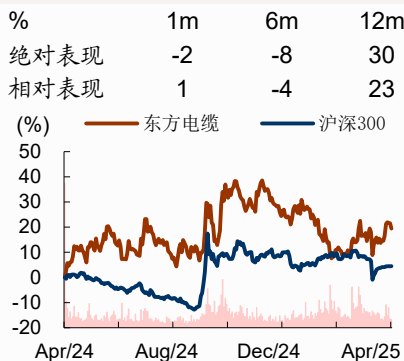
目标估值:

当前股价: 50.81 元

基础数据

总股本 (百万股)	688
已上市流通股 (百万股)	688
总市值 (十亿元)	34.9
流通市值 (十亿元)	34.9
每股净资产 (MRQ)	10.6
ROE (TTM)	14.1
资产负债率	40.8%
主要股东	宁波东方集团有限公司
主要股东持股比例	31.63%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《东方电缆 (603606) — 海缆订单规模提升，陆缆、海工业务潜力大》2024-11-01
- 2、《东方电缆 (603606) — 陆缆业务贡献加大，海缆业务有潜力》2024-08-26
- 3、《东方电缆 (603606) — 海缆领先企业，有望受益于海风景气度回升》2024-04-02

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

蒋国峰 S1090524100005

jiangguofeng@cmschina.com.cn

一、业绩分析

2024 年，公司分别实现收入、归上净利润、扣非净利润 90.93、10.08、9.09 亿元，同比增加 24.38%、0.81%、-6.07%。2025Q1 单季度分别实现收入、归上净利润、扣非净利润 21.47、2.81、2.74 亿元，同比增长 63.83%、6.66%、42.02%。

【收入及盈利情况】

2024 年全年，收入 90.93 亿元，同比增长 24.38%。其中：

海缆系统及海洋工程营业收入合计 36.66 亿，同比增长 5.49%；

陆缆系统业务收入 54.16 亿元，同比大幅提升 41.52%，

2024 全年公司综合毛利率 18.83%，同比下滑 6.38pct。

2025 年公司产品收入分类口径发生调整，具体包括：

1) 海底电缆与高压电缆：原海缆（除脐带缆、动态缆）+原陆缆中的高压陆缆；

2) 电力工程与装备线缆：原陆缆（除高压陆缆）；

3) 海洋装备与工程运维：原海洋工程+原海缆中的脐带缆、动态缆；

2025 年 Q1 单季度实现收入 21.47 亿元，同比增长 63.83%。其中：

电力工程与装备线缆 8.85 亿元，同比增 53.28%，海底电缆与高压电缆 11.96 亿元，同比增 218.79%，海洋装备与工程运维 0.65 亿元。

Q1 单季度综合毛利率 20.39%，同比下滑 1.84pct。Q1 净利率 13.08%，同比下滑 7.02pct，主要系前值资产处置收益高基数影响，扣非净利率 12.78%，同比下滑 1.97pct，环比上升 7.96pct。

【费用情况】

公司 2024 年全年销售、管理、研发及财务费用率合计 6.76%，同比下降 0.91pct。

其中销售费用率达 1.95%，同比下降 0.14pct；财务费用率为-0.05%，同比下降 -0.17pct，主要系利息费用下降、利息收入增加。

2025 年 Q1 公司销售、管理、财务费用率分别为 2.1%、1.8%、-0.3%，同比分别提升-0.65pct、-0.89pct、0.07pct，规模效应增强，经营能力持续提升。资产减值损失转回 0.34 亿元，信用减值损失-0.04 亿元。

【资产负债情况】

截至报告期末，公司资产负债率为 40.82%。在手现金约为 21.49 亿元，对应各项有息负债约 10.98 亿元，偿债保障能力较强，资产负债表较为健康。

表 1：业绩摘要

(人民币, 百万)	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1	同比变化(%)
营业收入	7008.9	7310.0	9092.5	1310.5	2147.0	63.83
营业成本	5440.3	5467.2	7380.1	1019.1	1709.3	67.72
毛利润	1568.6	1842.9	1712.4	291.3	437.7	50.24
销售税金	23.4	49.3	46.4	1.8	3.9	116.91
销售费用	146.9	152.7	177.6	36.3	45.6	25.65
管理费用	112.0	130.2	134.2	35.1	38.3	9.11
研发费用	237.9	269.9	308.1	50.4	68.1	35.17

(人民币, 百万)	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1	同比变化(%)
经营利润	1048.5	1240.8	1046.2	167.7	281.7	67.98
资产和信用减值	-72.1	-127.4	-98.6	45.5	30.5	-32.89
财务费用	20.9	8.3	-4.8	-5.2	-7.1	36.14
投资收益	14.2	3.5	7.0	-0.6	-0.3	-53.86
资产处置收益	0.1	0.1	54.3	52.5	0.1	-99.89
公允价值变动净	-35.8	8.8	26.1	8.0	0.0	-100.00
其他收益	23.3	32.9	115.4	28.4	7.6	-73.34
营业外收入	4.6	0.2	0.4	0.1	0.4	148.91
营业外支出	1.5	5.3	7.2	0.3	0.4	40.79
利润总额	960.4	1145.5	1148.4	306.4	326.6	6.59
所得税	118.0	145.5	140.3	43.1	45.7	6.10
税后净利润	842.4	1000.0	1008.2	263.4	280.9	6.66
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
归母净利润	842.4	1000.0	1008.2	263.4	280.9	6.66
扣非归母净利润	838.2	967.5	908.8	193.3	274.5	42.02
主要比率						百分点变化(%)
毛利率	22.4	25.2	18.8	22.2	20.4	-1.84
销售费用率	2.1	2.1	2.0	2.8	2.1	-0.65
管理费用率	1.6	1.8	1.5	2.7	1.8	-0.89
研发费用率	3.4	3.7	3.4	3.8	3.2	-0.67
财务费用率	0.3	0.1	-0.1	-0.4	-0.3	0.07
所得税率	12.5	12.7	12.3	14.0	14.0	-0.05
净利率	12.0	13.7	11.1	20.1	13.1	-7.01
扣非净利率	12.0	13.2	10.0	14.7	12.8	-1.96

资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 负债情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q1	百分点变化
负债率%	40.20	40.88	43.64	40.82	-2.82
短期借款 (百万元)	101.87	0.00	40.02	40.03	0.03
一年内到期的非流动负债 (百万元)	7.06	467.11	566.09	507.41	-10.36
长期借款 (百万元)	1060.90	353.27	510.26	550.29	7.85
应付债券 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	-
长期应付款 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	-
在手现金 (百万元)	2257.80	2141.82	2855.31	2148.95	-24.74

资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 现金流情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1	2025Q1	同比变化(%)
赊销比	33.72	36.72	36.59	189.66	253.44	63.79
存货营收比	18.84	29.38	20.18	162.22	172.36	10.14
销售商品、劳务获现金/营收	96.90	108.62	105.46	114.94	86.14	22.78
经营现金流净额/税后净利润	76.83	119.04	110.37	1.20	-163.93	-165.13

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 资产回报率情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1	2025Q1	同比变化(%)
归上净利率(%)	12.02	13.68	11.09	20.10	13.08	-7.01
总资产周转率(%)	0.80	0.74	0.80	0.12	0.18	0.06
权益乘数	1.69	1.68	1.73	1.73	1.73	-0.00
ROE(%)	16.24	16.97	15.33	4.19	3.97	-0.22
ROA(%)	9.59	10.09	8.84	2.42	2.29	-0.13

ROIC(%)	14.04	14.52	13.14	3.56	3.41	-0.15
---------	-------	-------	-------	------	------	-------

资料来源：公司公告、招商证券

表 5：固定资产和在建工程情况

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q1	环比变化 (%)
固定资产	1723.09	1925.50	2086.89	2051.43	-1.70
在建工程	66.12	196.54	443.66	504.39	13.69

资料来源：公司公告、招商证券

二、海缆订单规模提升，陆缆/海工业务潜力大

1、海缆海工增长空间广阔，订单规模再创新高

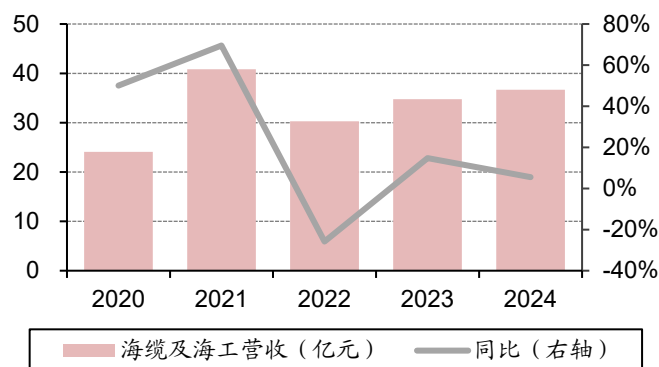
2024 年公司海缆系统收入 27.78 亿元，同比增 0.41%，占整体营收 30.55%，海洋工程收入 8.89 亿元，同比增 25.29%，占整体营收 9.78%。海缆、海工业务毛利率分别为 39.57%、21.93%，同比分别下降 9.57pct、2.60pct，主要系海缆业务交付产品结构、等级变化影响。

2025 年 Q1 产品分类口径变化，海洋装备与工程运维、海底电缆与高压电缆业务板块收入分别达 0.65 亿元、11.96 亿元，截至 4 月 21 日，两板块在手订单分别为 30、115 亿元。

海缆订单规模创新高，重点项目完成突破。2024 年公司多个重点项目完成突破，为后续高端市场开发提供优势。国内，首个 1500 米超深水脐带缆项目完成交付，成功中标国内首个 $\pm 500\text{kV}$ 直流海缆项目青洲五、七；海外，首个欧洲海上风电超高压海缆 HKWB 完成交付。据 GWEC 预测，未来五年全球风电装机 CAGR 将达 15%，海风部分增速可达 18.9%，全球海风装机将持续保持景气。国内，多省市风电装机距“十四五”规划目标仍有较大空间，今年有望抢装冲刺目标。海外，截至 24Q4 末，Prysmian、NKT、Nexans 海缆在手订单分别为 121、106、74 亿欧元，海外头部企业存在产能缺口，国内企业有望获得外溢订单。截至 2025 年 3 月 21 日，公司披露海缆系统在手订单 88.27 亿元，同比增约 180%，订单规模创新高。

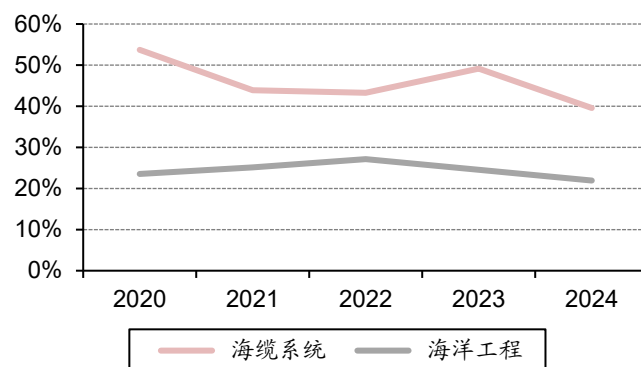
海工业务持续拓展，市场空间广阔。海底电缆工程技术门槛高，具备全流程解决方案的厂家少。此前公司海工业务以自有海缆业务配套为主，近年来持续拓展业务范围，海工业务已实现对安装、敷设、施工、运维、检测等的覆盖，形成完善的系统解决方案，具备独立或联合承接各类海陆工程总包能力，综合竞争力强。典型海风项目建设成本中，海缆安装费用约占购置费用的 30%，每年运维费用约为初始投资的 2%~5%，伴随海风、海缆市场后续的需求放量，公司海工业务后续市场空间广阔。截至 2025 年 4 月 21 日，公司在手订单中，海洋装备与工程运维约 30 亿元。

图 1：海缆及海工业务收入（亿元）



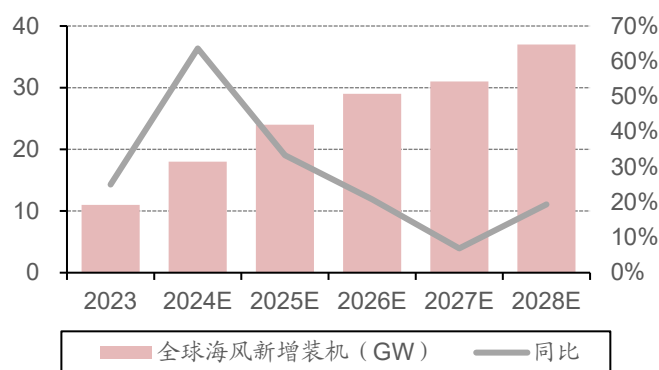
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：海缆及海工业务毛利率



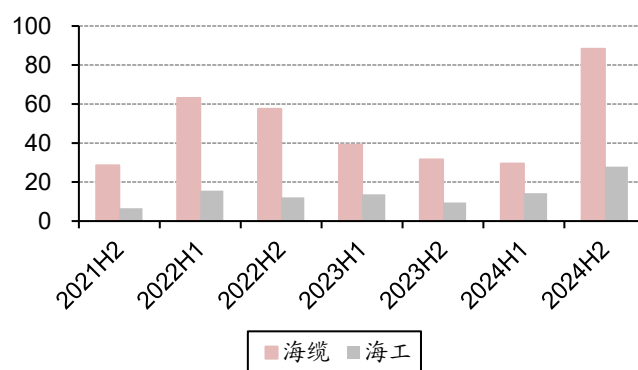
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：2023-2028 全球海风新增装机（GW）



资料来源：GWEC、招商证券

图 4：公司海缆、海工历史在手订单情况（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

表 6：海上风电项目成本构成

费用构成	单位建设成本 / (元/kW)	建设成本构成占比 / %
设备购置费		
风电机组及塔筒	7500 ~ 8000	42.5
场内海缆及送出海缆	1000 ~ 1500	7
其他相关电气设备	500	3
建筑工程费		
发电场建筑	4000 ~ 4800	24
升压变电工程	350 ~ 400	2
其他建筑工程	300	1.5
安装工程费		
施工辅助工程费	150 ~ 200	1
发电场安装工程	800 ~ 1000	5
海缆安装工程	350 ~ 400	2
其他相关电气安装工程	150 ~ 200	1
其他费用	1100 ~ 1400	7
建设期利息	600 ~ 900	4

资料来源：《海上风电项目全寿命周期的成本构成及其敏感性分析》、招商证券

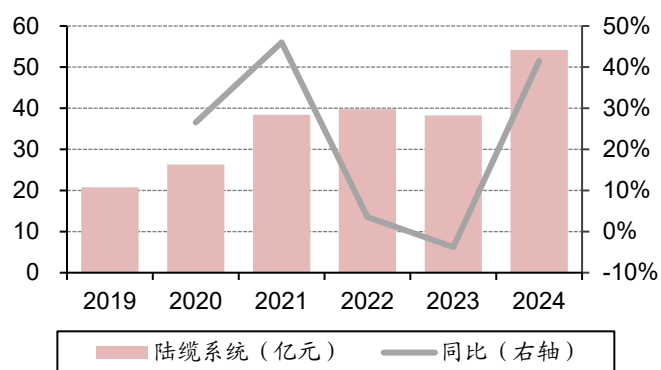
2、陆缆业务规模增长强劲，盈利水平有望提升

2024 年全年，公司披露陆缆系统收入 54.16 亿元，同比高增 41.52%，占整体营收比重达 59.57%。陆缆全年毛利率 7.59%，同比下降 0.37pct，截至 2025 年 3 月 21 日，陆缆系统在手订单 63.53 亿元，同比增 69.41%。

2025 年 Q1，披露口径变更后，电力工程与装备线缆业务（除高压系列原陆缆业务）收入 8.85 亿元，至 2025 年 4 月 21 日，在手订单约为 44 亿元。

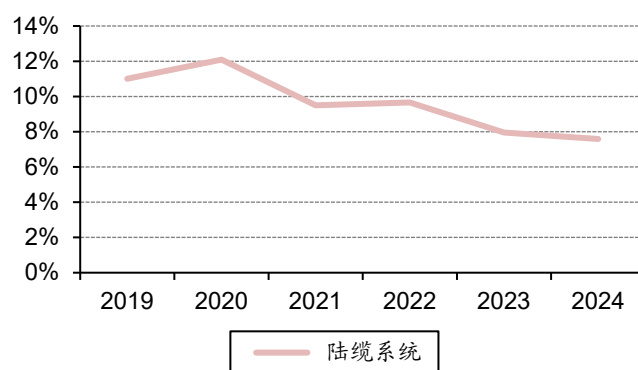
业务规模增长强劲，后续盈利有望提升。陆缆行业竞争激烈，公司陆缆系统采用“研发、生产、销售”一体化流程，实行批量化生产方案，通过规模效应降低成本、提高盈利水平，并通过直销招投标和经销商的双渠道销售模式，为客户提供标准化及差异化的产品。2024 年，公司以“品牌入围+工程落地+渠道承接”的开拓模式，持续提升陆缆业务竞争力，业务规模增长强劲。24H2 低单价陆缆产品集中交付，毛利同比延续下降趋势，公司规划后续开发高等级陆缆产品，叠加规模效应与品牌效应，后续毛利水平有望提升。

图 5：陆缆业务收入（亿元）



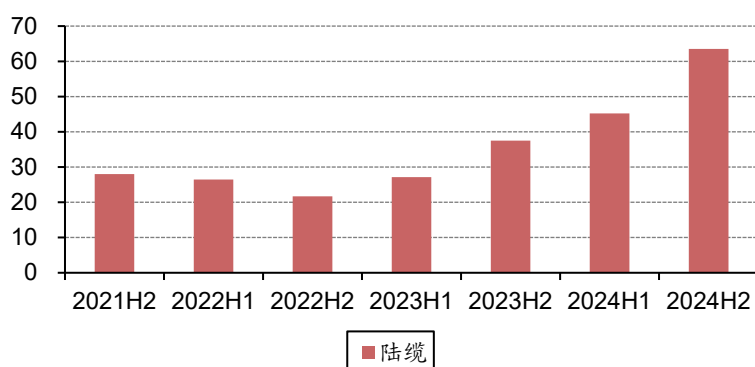
资料来源：公司公告、招商证券

图 6：陆缆业务毛利率



资料来源：GWEC、招商证券

图 7：陆缆系统在手订单（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

风险提示

原材料价格波动风险：

公司电缆产品相关原材料成本占比高，若原材料价格波动大，公司短期顺价不畅通，可能造成公司业绩表现不及预期。

产业竞争带来的盈利下滑风险：

公司所处的陆缆与海缆行业存在价格竞争情况，尤其是低电压等级产品，技术门槛相对更低，激烈的价格竞争可能造成公司业绩不及预期。

海上风电投资建设规模不及预期的风险：

海缆作为公司近几年重点发展的方向，产品的销售情况很大程度上取决于海风建设的落地情况，若海风建设不及预期，会拖累公司海缆、海工板块经营。

图 8：东方电缆历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 9：东方电缆历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1. 东方电缆：海缆领先企业，有望受益于海风景气度回升 20240402
2. 东方电缆：陆缆业务贡献加大，海缆业务有潜力 20240826
3. 东方电缆：海缆订单规模提升，陆缆、海工业务潜力大 20241101

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7917	8520	10734	13622	15875
现金	2142	2855	3439	4733	5497
交易性投资	99	0	0	0	0
应收票据	0	5	6	7	9
应收款项	2684	3323	4369	5350	6260
其它应收款	34	35	46	56	66
存货	2148	1834	2268	2737	3179
其他	810	468	606	739	864
非流动资产	2723	3654	3756	3849	3934
长期股权投资	48	49	49	49	49
固定资产	1925	2087	2232	2365	2485
无形资产商誉	364	424	381	343	309
其他	385	1094	1093	1091	1090
资产总计	10640	12174	14489	17471	19809
流动负债	3801	4639	5462	6465	6913
短期借款	0	40	200	200	0
应付账款	2249	2672	3303	3986	4630
预收账款	853	1148	1420	1713	1990
其他	699	780	539	567	293
长期负债	549	673	820	1227	1227
长期借款	353	510	657	1064	1064
其他	195	163	163	163	163
负债合计	4349	5313	6282	7692	8140
股本	688	688	688	688	688
资本公积金	1304	1216	1216	1216	1216
留存收益	4298	4958	6304	7875	9765
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	6291	6862	8208	9779	11669
负债及权益合计	10640	12174	14489	17471	19809

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1190	1113	1167	1711	2225
净利润	1000	1008	1656	2067	2510
折旧摊销	160	195	235	243	251
财务费用	36	29	60	73	86
投资收益	(5)	(9)	(83)	(83)	(83)
营运资金变动	28	(99)	(709)	(599)	(548)
其它	(29)	(11)	9	9	8
投资活动现金流	(596)	(505)	(254)	(254)	(254)
资本支出	(662)	(613)	(337)	(337)	(337)
其他投资	67	108	83	83	83
筹资活动现金流	(561)	(131)	(329)	(162)	(1206)
借款变动	(385)	296	40	408	(500)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(88)	0	0	0
股利分配	(172)	(309)	(309)	(497)	(620)
其他	(4)	(29)	(60)	(73)	(86)
现金净增加额	33	477	583	1294	764

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7310	9093	11955	14639	17131
营业成本	5467	7380	9125	11009	12790
营业税金及附加	49	46	48	59	69
营业费用	153	178	234	286	335
管理费用	130	134	179	293	343
研发费用	270	308	406	542	634
财务费用	8	(5)	60	73	86
资产减值损失	(127)	(44)	(99)	(105)	(100)
公允价值变动收益	9	26	26	26	26
其他收益	33	115	50	50	50
投资收益	3	7	7	7	7
营业利润	1151	1155	1887	2355	2859
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	5	7	7	7	7
利润总额	1146	1148	1880	2348	2852
所得税	145	140	225	281	341
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1000	1008	1656	2067	2510

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	4%	24%	31%	22%	17%
营业利润	20%	0%	63%	25%	21%
归母净利润	19%	1%	64%	25%	21%
获利能力					
毛利率	25.2%	18.8%	23.7%	24.8%	25.3%
净利率	13.7%	11.1%	13.8%	14.1%	14.7%
ROE	17.0%	15.3%	22.0%	23.0%	23.4%
ROIC	14.7%	13.4%	19.8%	20.6%	21.5%
偿债能力					
资产负债率	40.9%	43.6%	43.4%	44.0%	41.1%
净负债比率	7.7%	9.2%	8.0%	9.0%	5.4%
流动比率	2.1	1.8	2.0	2.1	2.3
速动比率	1.5	1.4	1.5	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	3.2	3.7	4.4	4.4	4.3
应收账款周转率	2.9	3.0	3.1	3.0	2.9
应付账款周转率	2.8	3.0	3.1	3.0	3.0
每股资料(元)					
EPS	1.45	1.47	2.41	3.01	3.65
每股经营净现金	1.73	1.62	1.70	2.49	3.23
每股净资产	9.15	9.98	11.93	14.22	16.97
每股股利	0.45	0.45	0.72	0.90	1.10
估值比率					
PE	34.9	34.7	21.1	16.9	13.9
PB	5.6	5.1	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA	27.7	27.2	16.6	13.5	11.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。