

华菱线缆（001208.SZ）

特种线缆受益航天复苏，产品结构优化盈利弹性大

核心观点：

- **事件：**公司公告 2024 年年度股东大会会议资料，2025 年度公司计划实现营业收入较 2024 年增长 0-50%；2025 年度公司计划实现净利润较 2024 年增长 0-100%。公司公告定增申请人及保荐机构回复意见，2025 年以来，发行人航空航天及融合装备用电缆收入变化趋势明显好转，今年年以来在手订单金额显著提升；2025 年 1-2 月，发行人航空航天及融合装备用电缆收入金额较 2024 年同期收入增长 232.07%。
- **核心投资逻辑：**（1）卡位优势强，受益航天装备需求复苏。公司在航空航天特种线缆领域具有 70 余年技术沉淀，卡位优势强，22~24 年相关业务收入受行业影响不断下滑，十四五末强目标指引、军贸、十五五预研等驱动，高盈利能力军品收入有望贡献较大的业绩弹性。（2）并购拓展高盈利特种材料业务，增强主业协同。公司年初披露拟现金收购星鑫航天，主营耐高温隔热材料、氮化硅陶瓷制品等，有望与公司在战略战术导弹、火箭等实现深度融合。完成收购事项后有望显著增厚利润/提高盈利能力。（3）朝新质力商业航天、机器人等方向加速拓展。公司在航空航天及融合装备及工程机械等领域拥有大量客户集群，深耕运载火箭、空间站等特种线缆配套数十年，火箭发射能力作为星座建设的核心瓶颈，供需改善背景下公司有望领先受益。公司已具备深海机器人、工业机器人及人形机器人线缆研制能力并积极跟进产品迭代。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.33/0.47/0.63 元/股。公司长期配套国内特种线缆领域，当前下游航空航天需求持续修复，此外公司积极拓展商业航天、低空经济、机器人等新兴赛道。参考可比公司估值，考虑公司在高盈利军品占比提升下的盈利弹性，给予 25 年 35 倍 PE 估值，对应合理价值 11.52 元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示：**市场开拓低预期，行业政策调整，原材料及价格波动风险。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3470	4158	5173	6291	7476
增长率（%）	15.1%	19.8%	24.4%	21.6%	18.8%
EBITDA（百万元）	161	176	350	453	560
归母净利润（百万元）	87	109	176	250	336
增长率（%）	-21.2%	26.1%	61.2%	42.2%	34.3%
EPS（元/股）	0.16	0.20	0.33	0.47	0.63
市盈率（P/E）	58.06	45.40	30.33	21.33	15.89
ROE（%）	5.6%	6.7%	9.8%	12.2%	14.1%
EV/EBITDA	33.97	29.21	15.74	11.20	8.65

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

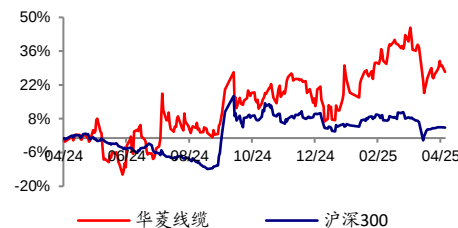
识别风险，发现价值

公司评级

增持

当前价格	9.98 元
合理价值	11.52 元
报告日期	2025-04-29

相对市场表现



分析师：

孟祥杰



SAC 执证号：S0260521040002



SFC CE No. BRF275



010-59136693

mengxiangjie@gf.com.cn

分析师：

纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594

jichengwei@gf.com.cn

分析师：

吴坤其



SAC 执证号：S0260522120001



SFC CE No. BRT139



010-59133689

wukunqi@gf.com.cn

分析师：

高翔



SAC 执证号：S0260524070008



021-38003841



gaoxiang@gf.com.cn

请注意，高翔并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

一、公告事件点评

公司公告2024年年度股东大会会议资料，2025年度公司计划实现营业收入较2024年增长0-50%；2025 年度公司计划实现净利润较 2024 年增长 0-100%。

公司公告定增申请人及保荐机构回复意见，2025年以来，发行人航空航天及融合装备用电缆收入变化趋势明显好转。截至24年底和25年2月底，公司航空航天及融合装备用电缆在手订单金额分别为666.26万元及1085.09万元，今年年以来在手订单金额显著提升；2025年1-2月，发行人航空航天及融合装备用电缆收入金额较 2024 年同期收入增长 232.07%。

航空航天及融合装备业务、特种工程机械等需求恢复，净利润增长明显。据公司2025年一季度业绩预告，公司在航空航天及融合装备、特种工程机械等领域业务发展较上年同期提升幅度较大，净利润增长明显。公司将深化航空航天及融合装备等领域业务发展，进一步提升公司市场竞争力及盈利能力。

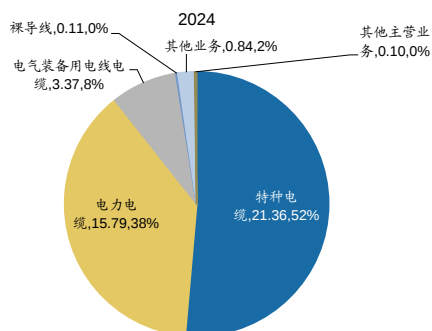
2025年4月公司公告近期在电力领域、轨道交通领域中标约4.23亿元。据公司2025年4月3日《关于项目中标的自愿性信息披露公告》，电力领域，中标南方电网公司2024 年配网材料第二批框架招标项目-10kV 铜芯交联聚乙烯绝缘电力电缆（防蚁阻燃型），中标金额12,010.19万元；中标南方电网公司 2024 年配网材料第二批框架招标项目-低压电缆，中标金额13,000.01万元。轨道交通领域，中标中国水利水电第四工程局有限公司华中公司重庆轨道交通24号线项目耐火电缆采购合同5,897.10万元；中标中国水利水电第四工程局有限公司华中公司重庆轨道交通24号线项目阻燃电线电缆采购合同11,431.26万元。近期公司在电力领域、轨道交通领域中标多个项目，体现了市场对公司产品品质和服务的认可，有利于增强公司在上述领域的影响力和核心竞争力。

二、公司简介和核心竞争力：领先特种专用电缆公司，积极拓展航空航天、数据通信等领域，技术优势强

国资委专精特新示范企业，特种专用电缆技术及布局处于行业领先地位。公司是国内领先的特种专用电缆生产企业之一，是全国电线电缆标准化技术委员会的成员单位，在航空航天及融合装备、冶金矿山、电力新能源、轨道交通、特种工程机械等特种电缆应用领域具有明显的竞争力。据公司2024年年报，经由中国电器工业协会电线电缆分会和线缆信息研究院组成的中国线缆企业竞争力研究项目小组共同评定，公司位列“中国线缆行业 100 强”榜单前 50 强，近三年均被评为“中国特种电缆十大品牌”，2023年2月公司入选国务院国资委公布的创建世界一流“专精特新”示范企业名单，行业地位及竞争力不断提升。例如，在航空航天及融合装备领域，公司参与国内重点工程如“长征”系列运载火箭、“神舟”系列飞船、空间站建设项目及各种战略型号配套。

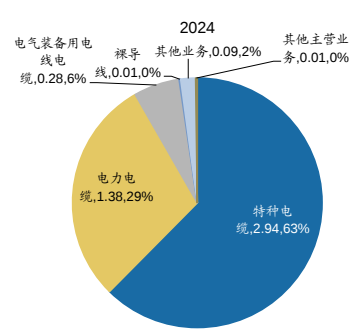
收入端特种电缆业务收入占比过半，毛利占比超60%。据wind，公司当前业务以电线电缆业务为主，24年收入40.74亿元，占比约98%。其中，特种电缆、电力电缆、电气装备用电线电缆24年收入分别为21.36、15.79、3.37亿元，收入占比分别为51.36%、37.99%、8.11%。毛利率方面，公司24年整体毛利率为11.32%，较23年同期下降1.44个百分点，主要系航空航天等高毛利率收入占比降低所致。分业务看，特种电缆、电力电缆、电气装备用电线电缆业务毛利率分别为13.76%、8.72%、8.26%，毛利占比分别为62.48%、29.27%、5.92%。

图1：2024年各业务营收占比



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：2024年各业务毛利占比



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2020~2024年收入持续提高，但受高盈利能力航空航天等业务影响需求波动影响，归母净利润存在波动。

2020~2024年，公司收入规模不断扩大，公司整体收入从2020年的16.98亿元，增长至2024年的41.58亿元，2020~2024年收入增速分别约为13%/50%/19%/15%/20%。其中，特种电缆收入从2020年的8.97亿元，增长至2024年的21.36亿元，为主要贡献收入来源。据公司2024年12月投资者关系活动记录表，公司特种线缆收入实现了较为明显的增幅，主要得益于以下几个方面的因素：一是行业需求增长。特种电缆在多个领域应用逐步推开，如新能源、智能电网、轨道交通、电力、通信等行业，随着这些领域的持续发展和国家政策对绿色能源和工程装备的大力支持，特种线缆的需求显著增长；二是公司多年来持续深耕特种线缆领域，积累丰富的技术和客户，定制化、高端化服务方案和优秀的服务能力获得了市场的广泛认可。

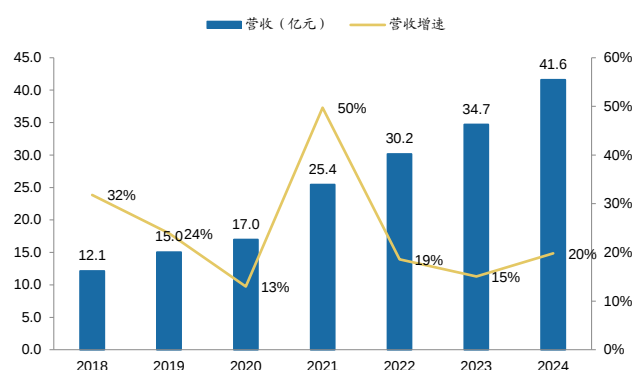
毛利率波动致2022~23年公司盈利能力阶段性承压。受高盈利能力如航空航天业务需求阶段性放缓等影响，公司整体毛利率从2020年的21.29%不断下降至2024年的11.32%。毛利率波动，导致公司整体归母净利润存在波动，公司归母净利润从2020年的0.94亿元，2021年同比增长43.73%至1.35亿元，22~23年有所下滑，分别为1.10、0.87亿元。但受益于公司业务规模的扩大、规模经济以及成本端管控良好等影响，24年公司归母净利润实现增长，同比增速为26.07%至1.09亿元。

公司加快新品类拓展，民品业务规模持续扩大，抵消22~24年航空航天业务需求阶段性放缓等影响，同时公司积极拓展如低空经济、商业航天、机器人等新质新领域需求。据公司2024年年报，2024年告期公司在新品推广、长协续签、客群拓展等

方面成绩斐然。能源分部在保持原有淮北矿业、山东能源、中煤、陕煤等战略客户的同时，稳中有升，新开发贵州开磷、山东黄金、贵阳振兴铝镁科技等新客户。新开发的矿用通信电缆在盘江精煤取得批量销售，单笔合同超千万。冶建分部在稳固中冶系及湖南钢铁集团及下属企业的同时，新开发津巴布韦钢铁、河北华西特钢、重庆赛迪工业炉、上海信南工业装备等新客户，发货、回款双佳。工装自控深挖中联、三一、徐工等市场，与中联合作开展特种车辆线束产品攻关，与三一硅能公司实现首次合作；继攻克宁夏宝丰 6000 余万元计算机电缆订单后，斩获太重集团 2000 万元级专用汽车线特种线缆订单。电力分部坚守电网和新能源产业，久久为功，终获佳绩。在国网总部 10 千伏中压电缆品类取得突破；南网累计中标 2.9 亿元；两网新增架空绝缘导线品类资质核实，国家电网总部 35KV 电缆核实通过；入围华润电力短名单，实现华电昌都、关岭光伏发电项目 8500 余万订单；风电入围明阳智慧能源、远景能源短名单，入围宁德时代采购短名单。35kV 耐扭转风力电缆完成首件鉴定并与中车签订千万合同。轨交分部深耕铁路市场，新中标深汕铁路、中铁广州局集团技改工程及长沙段配电改造工程，成功入围中铁广州局 27.5KV 电缆、中铁武汉电气化局短名单。军工团队坚持驻守前线、贴近市场、紧跟型号、精准营销，目前已跟进约 20 个项目定型，为后续开拓夯实基础。

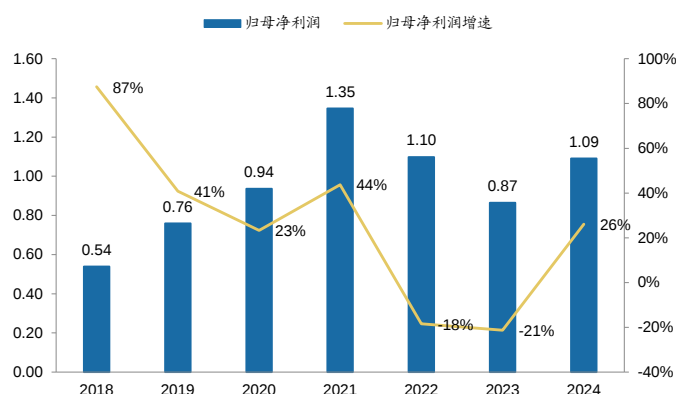
据公司2025年2月14日投资者关系活动记录表，商业航天领域，目前公司正在积极推进星网项目的接洽与合作，主要对接了高温导线等产品。星网卫星对线缆产品的重量、体积等性能要求较高，同时对安全质量要求较高，前期参与主要以央国企为主；低空经济领域，司积极响应国家战略，进行前瞻性布局，与蓝箭航天、山河星航等商业航天领域企业开展了商务接洽与技术交流，并小批量试产。2024年12月，公司大股东湖南兴湘投资控股集团有限公司等六大国资单位成立湖南省低空经济发展有限公司，公司作为省属国企，湖南省国资委对低空经济的布局也为线缆行业带来新的发展机遇；机器人领域，公司开发工业机器人用电线电缆并实现成果转化，公司在机器人电缆技术方面具有多年技术沉淀，未来，将积极关注市场需求，推进智能机器人等领域的线缆业务推广与合作。

图3：2018-2024年公司营业收入及增速



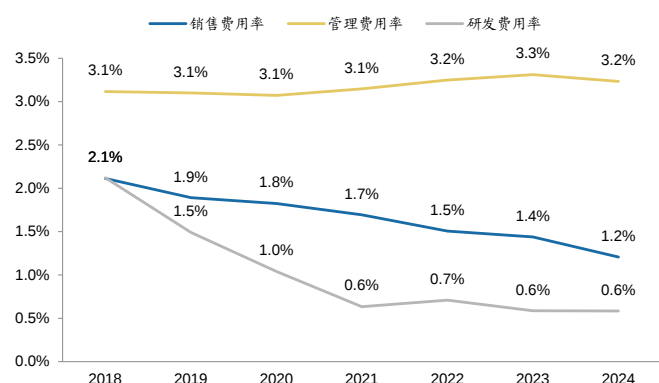
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图4：2018-2024年公司归母净利润及增速



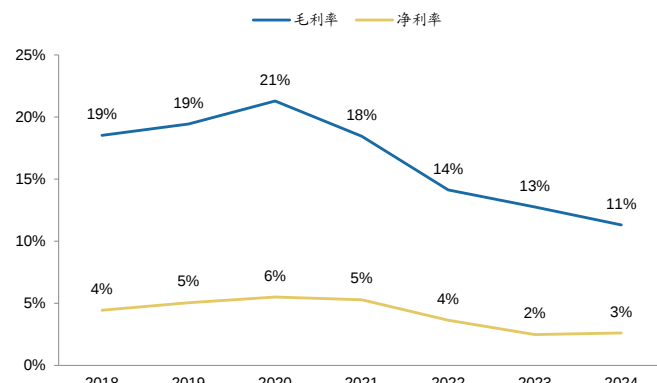
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图5：2018-2024年公司费用率情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图6：2018-2024年公司毛利率和净利率



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

公司核心竞争力在于确立以特种电缆为核心，积极拓展下游高端应用领域，打开广阔市场空间。具体而言：

(1) 以特种电缆为核心的战略清晰。根据2024年年报，确立了以特种电缆为核心的战略定位，致力于建成高端线缆集成和智能复合传输世界一流领军企业。公司深入挖掘特种电缆细分市场，专注于为航空航天及融合装备、轨道交通及高速机车、矿山、新能源、工程装备、数据通信等领域提供专业化、高品质的特种电缆产品。在航空航天及融合装备、特种橡胶电缆、特种控制电缆等细分市场，公司已建立起显著的竞争优势。通过持续的研发投入，公司成功开发出一系列质量卓越、市场口碑优良的特种电缆产品，赢得了广泛的市场认可。2024年，公司再度荣膺“中国特种电缆十大品牌”称号，并在“中国线缆行业 100 强”中行业排名持续攀升。

(2) 营销渠道稳步开拓，专业服务能力强。据公司2024年年报，借卓越的信誉和专业能力，公司积累了众多知名客户，形成了以高端客户为核心的稳定客户群。在军工领域，公司与航天科技集团、航天科工集团、中国兵器集团、中国航发动力、中船重工集团等重点客户建立了长期合作关系；在工程装备领域，公司与太原重工、徐工集团、三一重能、中海油、振华港机等龙头企业建立了稳固合作关系；在电力新能源领域，公司积累了国网、南网、陕建新能源、中车风电、国华能源、中国安能等重点客户。这些以国际和国内知名企业为主体的稳定、高端客户群，充分体现了公司专业服务能力的持续提升和市场影响力不断扩大，为公司高质量发展奠定了坚实基础。

三、行业情况：航空航天空间广阔，新兴领域加速拓展

装备现代化建设进行时，航空航天及融合装备产品有望受益于下游装备现代化建设。根据华菱线缆2024年年报，近年来，我国国防支出呈稳定增长趋势，装备费在国防费中的比重不断提升，但目前我国国防支出在金额、增速、占 GDP 比重上都与美国存在较大差距。二十大报告提出“顺应智能化信息化战争发展、打造强大战略威慑力量体系”、强调“练兵备战、提高打赢能力”，先进装备列装迫切性提升，装备消耗加速。“十四五”时期将是我国国防建设的重要时期，解放军主战武器装备将进入批产建设放量期，航空航天及融合装备行业高景气度预计将有所提升。据华菱线缆2024年年报，随着国防支出持续增加以及融合装备用特种线缆及组件国产率提升，预计 2027 年市场需求规模将超百亿元，市场需求规模逐年提升，在国防支出持续增加及国产率提升的现状下，我国融合装备特种线缆市场规模逐年提升。

商业航天星座建设空间广阔，公司作为核心特种线缆供应商有望受益。据公司公众号2025年3月，北京时间2025年3月26日23时55分，西昌卫星发射中心传来振奋人心的消息，长征三号乙运载火箭划破苍穹，成功将天链二号04星送入预定轨道，发射任务取得圆满成功。此次任务中，华菱线缆特种电缆产品再次以“零缺陷”表现助力中国航天事业，彰显了在特种电缆领域的技术领先地位。华菱线缆产品作为火箭发射系统的“神经枢纽”，为火箭发射提供了可靠保障。作为中国航天事业的重要合作伙伴，华菱线缆60余年来深度参与长征系列运载火箭电缆的研制与生产。华菱线缆严格执行航天级质量管理体系，产品先后服务长征系列火箭的发射任务300余次。

电力领域，基础设施升级及资本开支扩大有望贡献增量。据公司2024年年报，随着可再生能源的大规模接入，配套的储能、并网设施及远距离输电网络将催生大量电力电缆需求；新型电力系统建设如智慧电网升级、虚拟电厂建设也将带动电网投资加码，我国社会用电量近年不断增长，智能电网、特高压需求释放。“十四五”期间，国家电网和南方电网计划总投资约 3 万亿元，其中南方电网规划投资约 6,700 亿元，以加快数字电网和现代化电网建设进程；国家电网计划投入 2.23 万亿元，推进智能电网转型升级。电力领域正处于技术革命与规模扩张的黄金期，线缆行业有望迎来结构性机遇。

战略新兴行业如机器人等加速发展，公司正积极进入相关市场。据公司2024年年报，随着新质生产力的发展，AI、机器人、生物医疗新技术新产业层出不穷，为线缆行业带来新的机遇。人工智能涉及的数据中心和高性能计算对智能复合传输的数据线缆提出了更高要求，AI 设备的散热需求也推动了耐高温线缆材料的使用；工业机器人、人形机器人对轻量化、耐扭转的特种控制缆需求将加大；生物医疗设备对线缆的高精度信号传输和材料相容性要求较高，如微创手术机器人和可穿戴设备需要微型化、高柔性的特种线缆。新兴领域的快速发展和对特种线缆的高性能要求，有望实现线缆产品的量价齐升。据公司2025年4月9日投资者关系活动记录表，公司在航空航天及融合装备、工程机械等领域拥有大量客户集群，已具备深海机器人、工业机器人及人形机器人线缆研发制造能力并积极跟进相关产品迭代。

积极发挥上市平台优势，围绕航空航天等高端领域进行并购。（1）据公司公众号3

月，近日，华菱线缆发布公告，为响应国家高质量发展战略，完善上下游产业链布局，深化航空航天等领域业务发展，加速高端线缆及新材料领域的产业整合，拟以现金方式收购湖南星鑫航天新材料股份有限公司（以下简称“星鑫航天”）控制权，这是公司上市以来，首单市场化并购项目。公司紧抓国家“十四五”航空航天装备升级机遇，提升国产高端材料自主可控能力。（2）星鑫航天成立于2003年，是国家高新技术企业，专注于耐高温隔热材料、氮化硅陶瓷制品等研发制造，研发的产品可用于航天飞行器、机器人FPC柔性缆等场景。其产品广泛应用于神舟飞船、嫦娥探测器、天宫空间站等国家重大航天工程，为中国运载火箭研究院总体部、上海航天技术研究院总体部及其下属单位配套供应产品。（3）通过整合星鑫航天的耐高温材料技术，华菱线缆将强化线缆产品在极端环境下的性能，拓宽航天、特种等高附加值市场。双方研发资源的深度融合，有望加速智能复合传输系统、机器人柔性缆等前沿技术的产业化应用，将助力公司高端线缆集成和智能复合传输世界一流领军业。（4）若成功整合，有望增厚公司净利润及提高盈利能力。据公司公告《关于拟现金收购湖南星鑫航天新材料股份有限公司控制权暨签署交易意向性协议的公告》，星鑫航天2022~2024年收入分别为0.56/0.51/0.68亿元，净利润分别为0.24/0.23/0.26亿元，净利润率分别为42.9%/45.1%/38.2%，高于公司当前水平，2022~24年公司整体净利率分别为3.64%/2.49%/2.62%。

积极扩充产能强化优势，有望领先受益行业需求复苏，大股东参与或彰显对公司发展信心。据公司2024年6月《023年度向特定对象发行A股股票募集说明书（修订稿）》，公司拟向特定对象发行股票募集资金总额不超过12.149亿元，募集资金拟用于新能源及电力用电缆生产建设项目、高端装备用高柔性特种电缆生产建设项目、高端装备器件用综合线束及组件生产建设项目、数智化升级及综合能力提升建设项目、补充流动资金。发行对象为包括公司控股股东湘钢集团、最终控股股东湖南钢铁集团在内的不超过三十五名特定对象，其中，湘钢集团拟认购股票数量不低于本次实际发行数量的 12.35%、不高于本次实际发行数量的 55.68%。

四、盈利预测和投资建议

核心投资逻辑：（1）卡位优势强，受益航天装备需求复苏。公司在航空航天特种电缆领域具有70余年技术沉淀，卡位优势强，22~24年相关业务收入受行业影响不断下滑，十四五末强目标指引、军贸、十五五预研等驱动，高盈利能力军品收入有望贡献较大的业绩弹性。（2）并购拓展高盈利特种材料业务，增强主业协同。公司年初披露拟现金收购星鑫航天，主营耐高温隔热材料、氮化硅陶瓷制品等，有望与公司在战略战术导弹、火箭等实现深度融合。24年星鑫航天收入/净利润/净利率分别为0.68/0.26/38.2%，24年公司整体收入/净利润/净利率分别为41.58/1.09/2.6%，完成收购事项后有望显著增厚利润/提高盈利能力。（3）朝新质力商业航天、机器人等方向加速拓展。公司在航空航天及融合装备及工程机械等领域拥有大量客户集群，深耕运载火箭、空间站等特种电缆配套数十年，火箭发射能力作为星座建设的核心瓶颈，供需改善背景下公司有望领先受益。此外，公司目前已具备深海机器人、工业机器人及人形机器人线缆研发制造能力并积极跟进相关产品迭代。

具体来看：

（1）**特种电缆领域**，据公司2025年4月9日投资者关系活动记录表，一季度业绩增长的主要原因是公司在航空航天及融合装备、特种工程机械等领域业务发展较上年同期提升幅度较大。公司特种电缆业务配套如航空航天及融合装备、冶金、工程机械等高端场景，预计十四五末规划完成指引、十五五预研、商业航天发展，以及在公司近年民用高端客户开拓背景下，有望领先受益经济周期向上改善带来的行业资本开支需求提升。同时公司20-22年该项业务毛利率较高，22年后逐步下滑，从20/21年的25.49%/22.97%，下滑至23/24年的14.99%/13.76%，主要系军工行业需求阶段性调整下航空航天业务收入占比下降。我们预计，随着航空航天需求恢复叠加如商业航天领域市场的发展，公司毛利率有望回升，同时考虑公司现有建设产能逐步投产，供给能力有望更好满足下游需求，预计2025-27年该业务营收分别同比增长28%/22%/20%。考虑航空航天的高毛利率特征，预计随着该业务占比提升，我们预计毛利率有望实现稳中有升，预计2025-27年毛利率分别为16.0%/17.5%/19.0%。

（2）**电力电缆领域**，预计随着可再生能源的大规模接入，配套的储能、并网设施及远距离输电网络将催生大量电力电缆需求；新型电力系统建设如智慧电网升级、虚拟电厂建设也将带动电网投资加码，同时公司深耕该市场多年且积极拓展新客户、新产品，已经在客户中形成的良好口碑和影响力，有望深度受益，预计2025-27年该业务营收分别同比增长25%/25%/20%。公司积极拓展新型电力系统，考虑电缆行业的强规模经济，叠加新品类拓展，预计毛利率有望稳中有升，预计2025-27年毛利率分别为9.0%/9.5%/10%。

（3）**费用率方面**，结合公司业务开拓需求，提质增效持续推进，预计2025-2027年公司销售费用率分别4.1%/4.0%/4.0%，管理费用率分别1.3%/1.5%/1.8%，研发费用率分别为3.2%/3.5%/3.7%。

综上，我们预计2025-27年公司合并口径营业收入分别为51.73/62.91/74.76亿元，分别同比增长24.4%/21.6%/18.8%；归母净利润分别为1.76/2.50/3.36亿元，分别同比增长61.2%/42.2%/34.3%，对应EPS分别为0.33/0.47/0.63元/股。

表 1：分业务预测（单位：亿元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
特种电缆					
收入	18.03	21.36	27.34	33.36	40.03
增长率（%）	20.84%	18.44%	28.00%	22.00%	20.00%
成本	15.33	18.42	22.97	27.52	32.42
毛利	2.70	2.94	4.37	5.84	7.61
毛利率(%)	14.99%	13.76%	16.00%	17.50%	19.00%
电力电缆					
收入	12.49	15.79	19.74	24.67	29.61
增长率（%）	12.25%	26.47%	25.00%	25.00%	20.00%
成本	11.15	14.41	17.96	22.33	26.65
毛利	1.34	1.38	1.78	2.34	2.96
毛利率(%)	10.71%	8.72%	9.00%	9.50%	10.00%

电气装备电缆

收入	3.41	3.37	3.54	3.72	3.90
增长率 (%)	2.76%	-0.95%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	3.12	3.09	3.26	3.42	3.59
毛利	0.29	0.28	0.28	0.30	0.31
毛利率 (%)	8.51%	8.26%	8.00%	8.00%	8.00%
其他 (含裸导线、其他业务、其他主营)					
收入	0.77	1.06	1.11	1.17	1.23
增长率 (%)		37.66%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	0.67	0.95	1.00	1.05	1.10
毛利	0.10	0.11	0.11	0.12	0.12
毛利率 (%)	12.91%	9.96%	10.00%	10.00%	10.00%
合计					
收入	34.70	41.58	51.73	62.91	74.76
增长率 (%)	15.09%	19.83%	24.41%	21.62%	18.84%
成本	30.27	36.88	45.18	54.32	63.76
毛利	4.43	4.70	6.55	8.60	11.00
毛利率 (%)	12.76%	11.32%	12.65%	13.66%	14.71%

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

可比公司估值：公司主营特种电缆等领域，据公司24年年报近三年均被评为“中国特种电缆十大品牌”，考虑主营产品相关性、下游需求市场的相关性等，选择可比公司万马股份（超高压交联聚乙烯绝缘电缆、低压电缆、防火耐火电缆、民用建筑线缆及特种电缆等系列产品）、全信股份（主要从事军用光电线缆及组件、光电元器件、FC光纤高速网络及多协议网络解决方案；航天领域主要应用于火箭、卫星、导弹及载人航天器等）、航天电器（产品有连接器与互连一体化产品，先后承担载人航天、探月工程、北斗导航、火星探测和大飞机等国家重大工程）、高华科技（依托高可靠性传感器产品的自主创新优势，较早得到航天客户的关注，成功参与了载人航天工程的项目配套，并逐渐被应用于其他各高可靠领域）。

具体而言，公司长期配套国内特种线缆领域，当前下游航空航天需求持续修复，叠加公司积极拓展如商业航天、低空经济、机器人等新兴赛道，长期成长性及持续性相对较高，同时公司积极进行横向拓展，深化特种领域、航空航天领域的竞争力。综上，参考可比公司估值，考虑公司在高盈利能力军品收入占比提升下的边际盈利弹性，给予公司25年35倍的PE估值，对应合理价值11.52元/股，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值分析

公司名称	公司代码	业务类型	市值	归母净利润（亿元）				PE 估值水平			
			（亿元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
万马股份	002276.SZ	电力电缆产品大类主要包括500kV 及以下的超高压交联聚乙烯绝缘电缆、低压电缆、防火耐火电缆、民用建筑线缆及特种电缆等系列产品	145.3	5.6	3.4	5.1	6.4	19.1	25.2	28.5	22.4
全信股份	300447.SZ	主要从事军用光电线缆及组件、光电元器件、FC 光纤高速网络及多协议网络解决方案；航天领域主要应用于火箭、卫星、导弹及载人航天器等	39.0	1.3	0.2	1.6	2.1	33.9	248.7	25.6	19.5
航天电器	002025.SZ	公司主要产品有连接器与互连一体化产品，先后承担载人航天、探月工程、北斗导航、火星探测和大飞机等国家重大工程和重大专项配套产品研制生产任务	259.4	7.5	3.5	8.0	10.4	29.2	63.9	30.1	23.4
高华科技	688539.SH	依托高可靠性传感器产品的自主创新优势，公司核心产品具有可靠性高、一致性好、集成度高的特点，较早得到航天客户的关注，成功参与了载人航天工程的项目配套，并逐渐被应用于其他各高可靠领域	44.7	1.0	0.6	1.0	1.2	60.4	84.9	45.3	37.2

资料来源：wind，广发证券发展研究中心（上述均为 wind 一致预测，市值选取 2025/4/25 日收盘）

五、风险提示

（一）市场开拓不及预期

公司所处行业主要包括特种领域。如航空航天、工程机械、冶金等领域，市场开拓受国际形势变化、宏观经济发展、政府采购计划和行业竞争等多种因素影响。

（二）重大行业政策调整的风险

公司下游部分行业属于典型的To G行业，考虑生产计划的保密性、战略性等，无论是需求端还是供给端均受政府政策影响较大。因此若相关政策发生调整，如影响较大的定价政策、采购政策等，则易对板块产生一定系统性冲击。

（三）原材料及产品价格波动风险

高端制造业利润空间受上游金属及非金属等原材料价格波动及行业产品价格波动影响显著，在上游原材料价格大幅波动或下游市场竞争中价格波动时，利润空间或受挤压，若企业成本控制等能力较弱，盈利能力或存在较大波动风险。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,668	3,669	3,743	4,376	4,701
货币资金	569	675	682	998	1,127
应收及预付	1,378	1,720	1,759	1,945	2,081
存货	442	492	456	496	480
其他流动资产	279	782	846	936	1,013
非流动资产	1,310	973	1,090	1,185	1,259
长期股权投资	22	26	29	32	36
固定资产	256	364	454	534	601
在建工程	83	26	53	69	76
无形资产	57	55	53	51	49
其他长期资产	891	502	500	498	497
资产总计	3,977	4,642	4,832	5,560	5,959
流动负债	2,047	2,674	2,688	3,166	3,229
短期借款	680	513	393	283	183
应付及预收	924	1,381	1,443	1,952	2,033
其他流动负债	443	780	852	931	1,013
非流动负债	390	351	351	351	351
长期借款	375	339	339	339	339
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	12	12	12	12
负债合计	2,436	3,025	3,039	3,517	3,580
股本	534	534	534	534	534
资本公积	426	426	426	426	426
留存收益	578	661	837	1,087	1,422
归属母公司股东权益	1,541	1,617	1,793	2,043	2,379
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	3,977	4,642	4,832	5,560	5,959

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3470	4158	5173	6291	7476
营业成本	3027	3687	4518	5432	6376
营业税金及附加	14	11	14	17	20
销售费用	150	167	212	252	299
管理费用	50	50	67	94	135
研发费用	115	134	167	220	277
财务费用	20	24	32	27	27
资产减值损失	-6	-6	-6	-7	-8
公允价值变动收益	-5	0	0	0	0
投资净收益	19	24	29	36	42
营业利润	101	122	197	283	378
营业外收支	0	1	1	-2	0
利润总额	101	123	198	281	378
所得税	15	14	22	31	42
净利润	87	109	176	250	336
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	87	109	176	250	336
EBITDA	161	176	350	453	560
EPS (元)	0.16	0.20	0.33	0.47	0.63

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	258	261	324	599	374
净利润	87	109	176	250	336
折旧摊销	50	50	74	80	86
营运资金变动	93	82	26	218	-93
其它	28	21	48	51	45
投资活动现金流	-389	-136	-160	-141	-117
资本支出	-69	-91	-171	-158	-141
投资变动	-244	0	-18	-18	-18
其他	-76	-45	29	36	42
筹资活动现金流	101	-142	-157	-142	-127
银行借款	511	-203	-120	-110	-100
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-410	61	-37	-32	-27
现金净增加额	-30	-16	7	316	129
期初现金余额	413	383	366	373	689
期末现金余额	383	366	373	689	818

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	15.1%	19.8%	24.4%	21.6%	18.8%
营业利润	-12.1%	20.7%	61.6%	43.5%	33.5%
归母净利润	-21.2%	26.1%	61.2%	42.2%	34.3%
获利能力					
毛利率	12.8%	11.3%	12.7%	13.7%	14.7%
净利率	2.5%	2.6%	3.4%	4.0%	4.5%
ROE	5.6%	6.7%	9.8%	12.2%	14.1%
ROIC	3.6%	4.3%	9.3%	11.9%	14.0%
偿债能力					
资产负债率	61.3%	65.2%	62.9%	63.3%	60.1%
净负债比率	158.1%	187.0%	169.5%	172.1%	150.5%
流动比率	1.30	1.37	1.39	1.38	1.46
速动比率	1.02	0.95	0.97	0.99	1.07
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.90	1.07	1.13	1.25
应收账款周转率	3.60	3.44	4.03	4.40	4.71
存货周转率	7.85	8.45	11.35	12.67	15.58
每股指标 (元)					
每股收益	0.16	0.20	0.33	0.47	0.63
每股经营现金流	0.48	0.49	0.61	1.12	0.70
每股净资产	2.88	3.03	3.36	3.82	4.45
估值比率					
P/E	58.06	45.40	30.33	21.33	15.89
P/B	3.22	3.00	2.97	2.61	2.24
EV/EBITDA	33.97	29.21	15.74	11.20	8.65

广发军工行业研究小组

- 孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。
- 吴坤其：资深分析师，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。
- 邱净博：资深分析师，北京航空航天大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 邵艺阳：高级研究员，中国人民大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。
- 史嘉麒：研究员，南洋理工大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfbzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。