

东方电缆（603606）

2022 年报点评：海缆龙头订单充足，23 年业绩增长可期

买入（维持）

2023 年 03 月 11 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	7,009	9,279	12,410	14,207
同比	-12%	32%	34%	14%
归属母公司净利润（百万元）	842	1,595	2,519	3,039
同比	-29%	89%	58%	21%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.22	2.32	3.66	4.42
P/E（现价&最新股本摊薄）	42.37	22.37	14.17	11.75

关键词：#产能扩张

投资要点

■ **事件：**公司发布 22 年年报，营收 70.09 亿元，同降 11.6%；归母净利润 8.42 亿元，同降 29.1%；毛利率 22.4%，同降 3.0pct；归母净利率 12.0%，同降 3.0pct。其中 22Q4 实现营收 13.44 亿元，同降 37.7%，环降 25.5%；归母净利润 1.06 亿元，同降 53.3%，环降 50.4%；毛利率 17.2%，同降 1.3pct，环降 6.3pct。

■ **2022 年海风小年，公司海缆系统收入同比下滑，但盈利能力仍维持高位。**2022 年海缆、海工、陆缆业务收入分别为 22.40、7.88、39.77 亿元，同比下降 31.5%、下降 2.7%、上升 3.5%；22Q4 海缆、海工、陆缆业务收入分别为 3.2、8.9、1.5 亿元，同比下降 57%、下降 25%、下降 34%，主要系 Q4 为海风传统淡季，而 2021 年底抢装，故 22Q4 收入同比下滑明显。毛利率来看，2022 年海缆、海工、陆缆业务毛利率分别为 43.3%、27.1%、9.7%，同比下降 0.6pct、增加 2pct、增加 0.17pct，相对平稳，我们测算 22Q4 分别约为 53%、22%、4.4%，环比增加 7pct、下降 8.5pct、下降 7pct，高毛利率的脐带缆带动海缆系统盈利能力维持高位。

■ **公司在手订单充足、为 2023 年业绩高增奠定基础，同时海风招标持续旺盛，龙头订单有望再上一层楼。**截至 2023 年 3 月，公司在手订单 91.3 亿元，其中海缆系统 57.5 亿元、陆缆系统 21.67 亿元，海洋工程 12.13 亿元，保障 23 年业绩高增长，我们预计海缆交付 40 亿左右（不含税），同比增长 70%+。2023 年国内海风招标预计 18-20GW，持续高增，公司作为行业龙头，订单规模有望再创新高。

■ **2023 年超高压海缆交付、盈利优势凸显。随着海风迈入平价时代、行业高压海缆毛利率回归合理水平。**公司超高压海缆具备先发优势，2022 年中标青州一二（500kV 三芯，17 亿含敷设）和青州六（2 回 330kV，13.8 亿含敷设），按照中标时铜价测算，毛利率分别超 60%、50%，显著高于当下平价项目高压海缆毛利率，公司盈利优势凸显。此外，公司脐带缆保障 2022 年盈利能力维持高位，2023 年有望持续突破。

■ **盈利预测与投资评级：**2023 年海风交付和招标大年，我们预计公司 23/24/25 年归母净利润 15.95/25.19/30.39 亿元（23/24 前值为 21.00/26.04 亿元），同比+89%/+58%/+21%，EPS 分别为 2.32/3.66/4.42 元，对应 PE 22/14/12 倍。公司为海缆龙头，超高压具备先发优势、脐带缆和出口有望持续突破，给予 23 年 30x，目标价 69.60 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**海风开工进度不及预期；市场竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	50.43
一年最低/最高价	39.15/88.50
市净率(倍)	6.31
流通 A 股市值(百万元)	34,681.49
总市值(百万元)	34,681.49

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.99
资产负债率(% ,LF)	40.20
总股本(百万股)	687.72
流通 A 股(百万股)	687.72

相关研究

《东方电缆(603606)：2022 年三季报点评：行业因素致交付减少，在手优质订单稳定信心》

2022-10-28

《东方电缆(603606)：海风低开工率致 Q2 量利下滑，平价过渡期毛利率符合预期》

2022-08-07

内容目录

1. 公司：22 年营收 70.09 亿元，同降 11.6%；归母净利润 8.42 亿元，同降 29.1%	4
2. 业务：海缆盈利能力坚挺，公司在手订单充足	6
3. 财务：费用端持续承压，经营性现金流大幅扭正	7

图表目录

图 1:	2022 年收入 70.09 亿元, 同比-11.6%.....	4
图 2:	2022 年归母净利润 8.42 亿元, 同比-29.1%.....	4
图 3:	2022Q4 收入 13.44 亿元, 同比-37.7%.....	5
图 4:	2022Q4 归母净利润 1.06 亿元, 同比-53.3%.....	5
图 5:	2022 年毛利率、净利率同比-3.0pct、-3.0pct (%)	5
图 6:	2022Q4 毛利率、净利率同比-1.3pct、-2.7pct (%)	5
图 7:	公司海缆系统业务营收及同比 (亿元, %)	6
图 8:	公司陆缆系统业务营收及同比 (亿元, %)	6
图 9:	2022 年费用 5.18 亿元, 同比+2.37% (亿元, %)	8
图 10:	2022Q4 费用率 9.10%, 同比+1.96pct (亿元, %)	8
图 11:	2022Q4 现金净流入 14.50 亿元, 扭正 (亿元, %)	8
图 12:	2022Q4 期末合同负债 5.10 亿元, 同比+67.21% (亿元, %)	8
表 1:	2022 年收入 70.09 亿元, 同比下降 11.6%; 归母净利润 8.42 亿元, 同比下降 29.1% (单位: 亿元)	4
表 2:	2021 年以来东方电缆中标项目统计	7

1. 公司：22 年营收 70.09 亿元，同降 11.6%；归母净利润 8.42 亿元，同降 29.1%

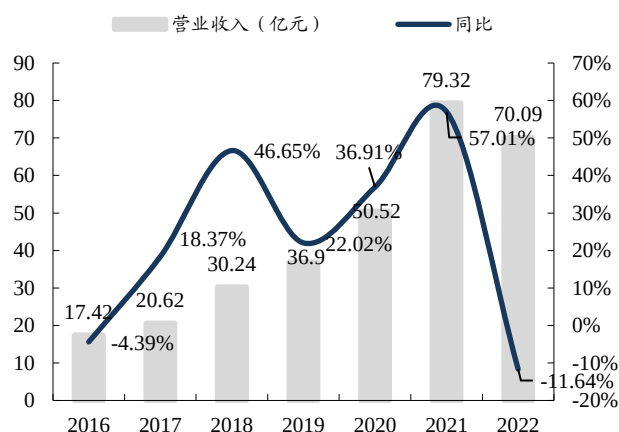
事件：公司发布 22 年年报，营收 70.09 亿元，同降 11.6%；归母净利润 8.42 亿元，同降 29.1%；毛利率 22.4%，同降 3.0pct；归母净利率 12.0%，同降 3.0pct。其中 22Q4 实现营收 13.44 亿元，同降 37.7%，环降 25.5%；归母净利润 1.06 亿元，同降 53.3%，环降 50.4%；毛利率 17.2%，同降 1.3pct，环降 6.3pct。

表1：2022 年收入 70.09 亿元，同比下降 11.6%；归母净利润 8.42 亿元，同比下降 29.1%（单位：亿元）

东方电缆	2022	2021	同比	2022Q4	2021Q4	同比	2022Q3	环比
营业收入	70.09	79.32	-11.6%	13.44	21.59	-37.7%	18.05	-25.5%
毛利率	22.4%	25.3%	-3.0pct	17.2%	18.5%	-1.3pct	23.5%	-6.3pct
营业利润	9.57	13.72	-30.2%	1.15	2.59	-55.5%	2.45	-53.1%
利润总额	9.60	13.70	-29.9%	1.15	2.57	-55.4%	2.45	-53.2%
归属母公司净利润	8.42	11.89	-29.1%	1.06	2.27	-53.3%	2.14	-50.4%
扣非归母净利润	8.38	11.49	-27.1%	0.84	1.95	-56.6%	2.25	-62.4%
归母净利率	12.0%	15.0%	-3.0pct	7.9%	10.5%	-2.6pct	11.9%	-4.0pct
股本	27.51	6.54	-	6.88	6.88	-	6.88	-
EPS	0.31	1.82	-83.2%	0.15	0.33	-53.3%	0.31	-50.4%

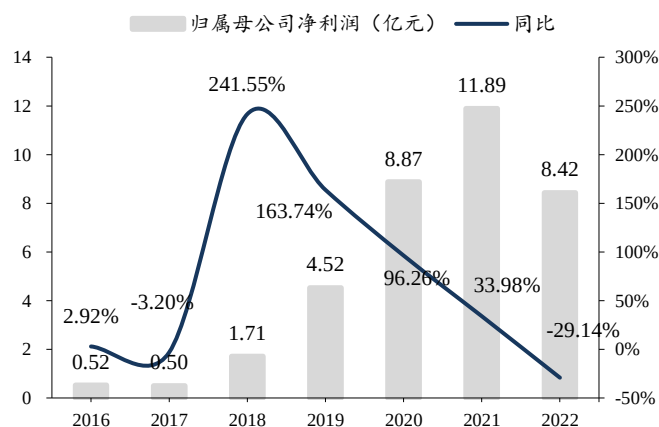
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2022 年收入 70.09 亿元，同比-11.6%



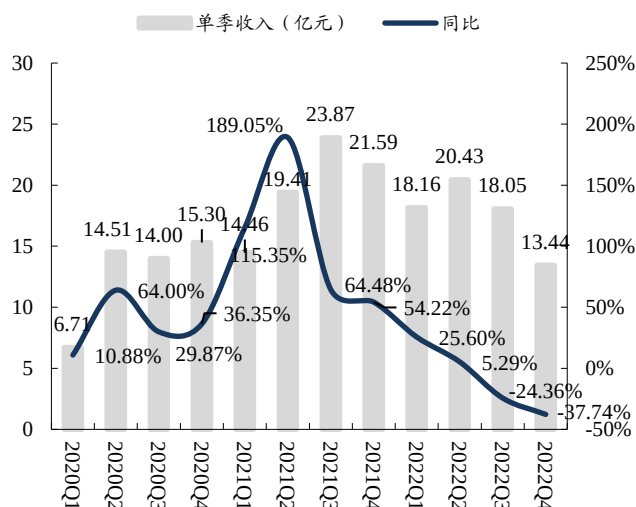
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022 年归母净利润 8.42 亿元，同比-29.1%



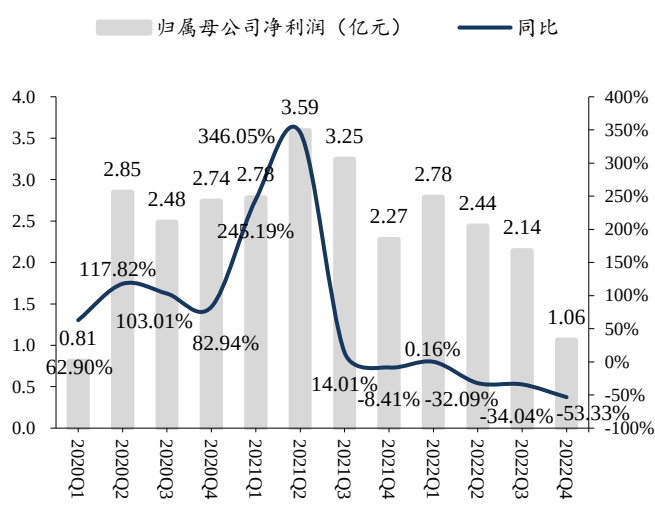
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2022Q4 收入 13.44 亿元, 同比-37.7%



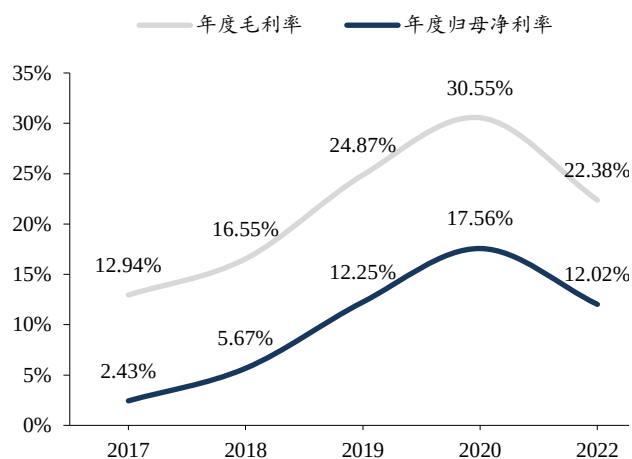
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q4 归母净利润 1.06 亿元, 同比-53.3%



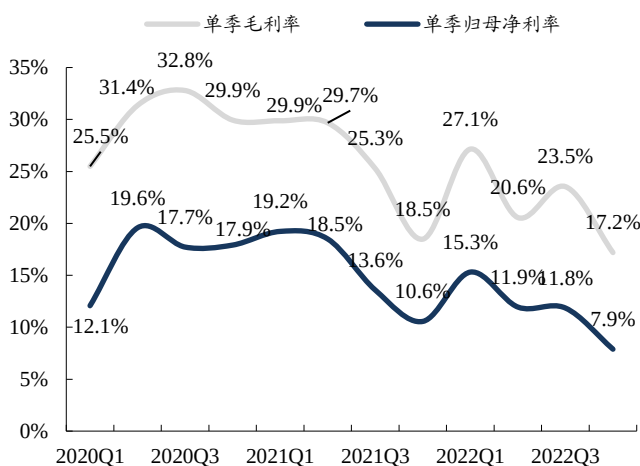
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022 年毛利率、净利率同比-3.0pct、-3.0pct (%)



s 数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022Q4 毛利率、净利率同比-1.3pct、-2.7pct (%)

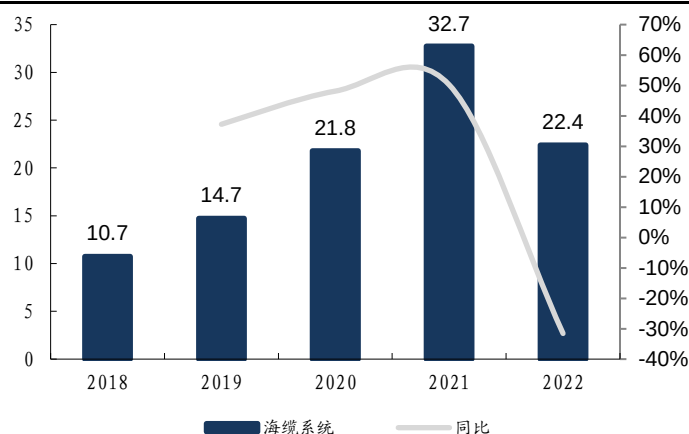


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 业务：海缆盈利能力坚挺，公司在手订单充足

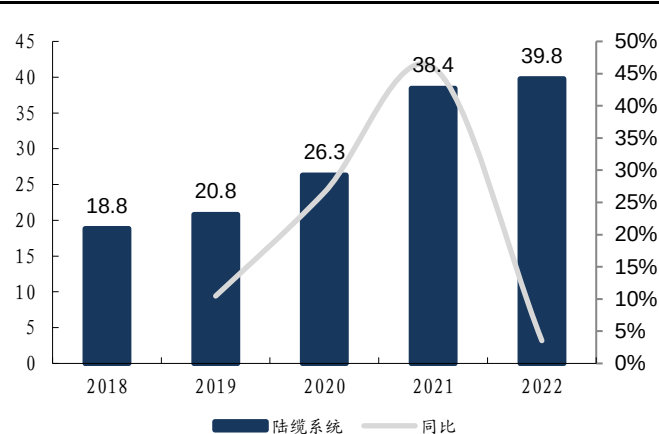
2022 年海风小年，公司海缆系统收入同比下滑，但盈利能力仍维持高位。2022 年海缆、海工、陆缆业务收入分别为 22.40、7.88、39.77 亿元，同比下降 31.5%、下降 2.7%、上升 3.5%，其中，22Q4 海缆、海工、陆缆业务收入分别为 3.2、8.9、1.5 亿元，同比下降 57%、下降 25%、下降 34%，环比下降 32%、下降 43%、下降 17%，主要系 Q4 为海风传统淡季，而 2021 年底抢装，故 22Q4 收入同比下滑明显。毛利率来看，2022 年海缆、海工、陆缆业务毛利率分别为 43.3%、27.1%、9.7%，同比下降 0.6pct、增加 2pct、增加 0.17pct，相对平稳，我们测算 22Q4 分别约为 53%、22%、4.4%，环比增加 7pct、下降 8.5pct、下降 7pct，高毛利率的脐带缆带动海缆系统盈利能力维持高位，陆缆受疫情影响较大，毛利率环比下滑。

图7：公司海缆系统业务营收及同比（亿元，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：公司陆缆系统业务营收及同比（亿元，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司在手订单充足、为 2023 年业绩高增奠定基础、同时海风招标持续旺盛、龙头订单有望再上一层楼。截至 2023 年 3 月，公司在手订单 91.3 亿元，其中海缆系统 57.5 亿元、陆缆系统 21.67 亿元，海洋工程 12.13 亿元，保障 23 年业绩高增长，我们预计海缆交付 40 亿左右（不含税），同比增长 70%+。2023 年国内海风招标预计 18-20GW，持续高增，公司作为行业龙头，订单规模有望再创新高。

表2: 2021 年以来东方电缆中标项目统计

项目名称	项目容量 MW	中标日期	产品类型	合同类型	金额 (亿)
中海油深水浮式风电专用动态缆工程	/	2021/11/17	脐带缆	-	0.3
中海油番禺油田电力系统优化项目	/	2021/12/16	动态缆	-	
华润苍南 1 号 35kV 海缆采购及敷设	400	2022/1/18	35	敷设	2.39
国家电网、中海油	/	2022/1/21		敷设	3.35
明阳阳江青洲四海上风电场项目	500	2022/12/23	220/35	-	4.65
陵水 25-1 气田开发项目静态脐带缆采购	/	2022/3/11	脐带缆	-	5.2
渤中-垦利油田群岸电应用工程项目 220kV 陆用电	/	2022/3/11	220kV 高压电缆	-	1.8
中广核象山涂茨项目 66kV 海底电缆采购	280	2022/3/15	66	-	2.39
粤电青洲一、二海上风电场项目 EPC-500	1000	2022/3/22	500	敷设	17
HollandseKust West Beta 海风项目	1400	2022/3/25	220/66		5.3
粤电青洲一、二海上风电场项目 EPC-66	1000	2022/4/7	66	敷设	2.98
国电象山 1 号二期	500	2022/7/22	220/35	敷设	5.45
阳江青洲六-2 回送出缆	1000	2022/7/22	330	-	13.8
中海油蓬莱 19-3 油田 5/10 开发项目 和渤中 19-6 凝析气田一期开发项目海底电缆集中采购	/	2022/7/22	20/35		0.5337
华能苍南 2 号海上风电项目	300	2022/9/19	220	-	1.73
浙能台州 1 号海上风电工程项目	300	2022/10/26	220/35	敷设	2.49
苏格兰 Pentland Firth East 项目	/	2022/11/2	35	-	1

数据来源: 五大四小招标平台, 公司公告, 东吴证券研究所

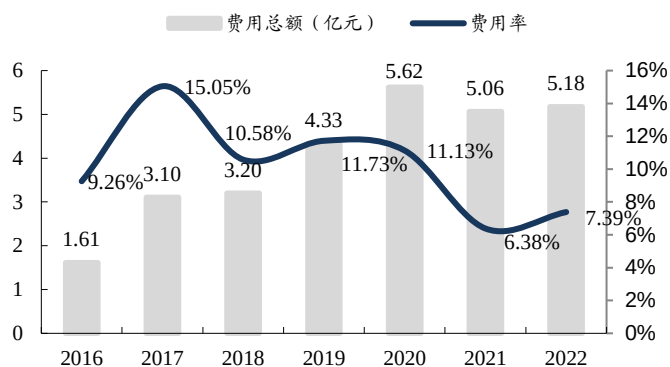
2023 年超高压海缆交付、盈利优势凸显。随着海风迈入平价时代、行业高压海缆毛利率回归合理水平。公司超高压海缆具备先发优势, 2022 年中标青州一二 (500kV 三芯, 17 亿含敷设) 和青州六 (2 回 330kV, 13.8 亿含敷设), 按照中标时铜价测算, 毛利率分别超 60%、50%, 显著高于当下平价项目高压海缆毛利率, 公司盈利优势凸显。此外, 公司脐带缆具备阿尔法, 保障 2022 年盈利能力维持高位, 2023 年有望持续突破。

3. 财务: 费用端持续承压, 经营性现金流大幅扭正

管理费用优化, 销售费用和财务费用增加。公司 2022 年费用同比增长 2.24%至 5.18 亿元, 期间费用率增长 1.01 个百分点至 7.39%。其中, 2022 年销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比上升 9.75%、下降 35.12%、下降 10.73%、上升 92.78%至 1.47 亿元、1.12 亿元、2.38 亿元、0.21 亿元; 费用率分别上升 0.41、下降 0.54、上升 0.03、上升 0.16 个百分点至 2.10%、4.99%、3.99%、0.30%。22Q4 期间费用率上升 1.96 个百

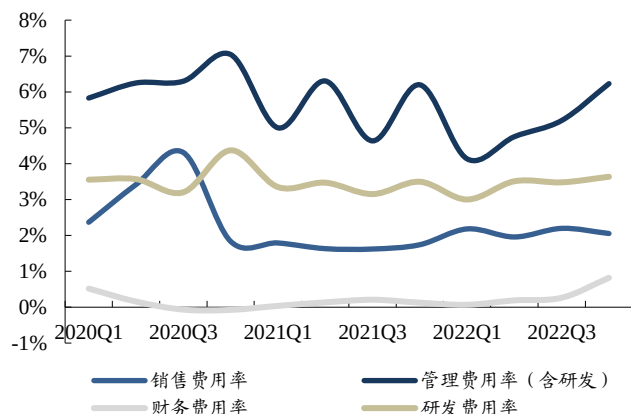
分点至 9.10%，其中销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比增长 0.31%、0.17%、0.14%、0.69%，费用率分别为 2.05%、6.23%、3.63%、0.82%。

图9：2022 年费用 5.18 亿元，同比+2.37%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

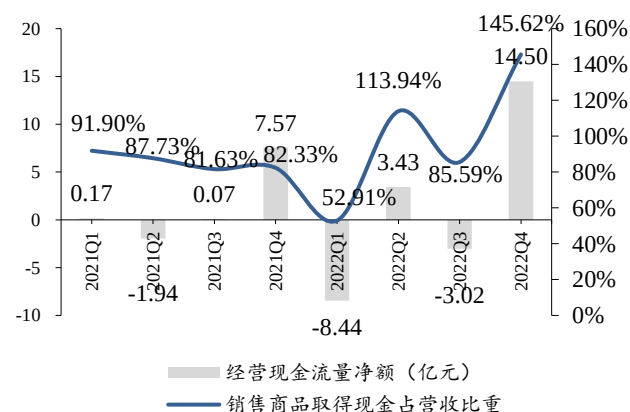
图10：2022Q4 费用率 9.10%，同比+1.96pct（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

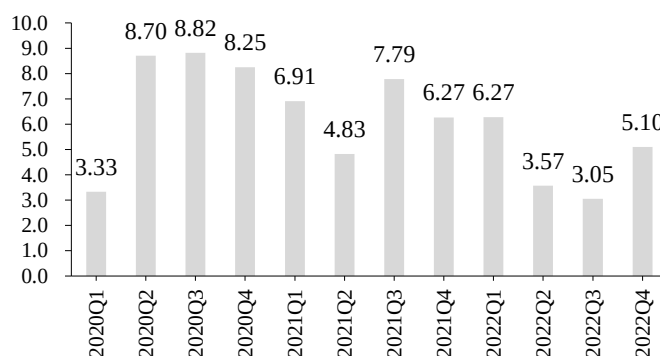
2022Q4 经营性现金流净流入 14.50 亿元。公司 2022 年经营活动现金流量净流入 6.47 亿元，同比增加 13.91%，其中 2022Q4 经营活动现金流量净额 14.50 亿元，主要系经营性往来款项增减变动所致。2022 年销售商品取得现金 67.92 亿元，同比增长 0.59%。期末应收账款 23.36 亿元，较期初（2021/12/31）降低 1.11 亿元，应收账款周转天数上升 26.64 天至 122.82 天。期末存货 13.21 亿元，较期初（2021/12/31）下降 1.97 亿元；存货周转天数上升 25.16 天至 122.42 天。

图11：2022Q4 现金净流入 14.50 亿元，扭正（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2022Q4 期末合同负债 5.10 亿元，同比+67.21%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：2023 年海风交付和招标大年，我们预计公司 23/24/25 年归母净利润 15.95/25.19/30.39 亿元(23/24 前值为 21.00/26.04 亿元)，同比+89%/+58%/+21%，EPS 分别为 2.32/3.66/4.42 元，对应 PE 22/14/12 倍。公司为海缆龙头，超高压具备先发优势、脐带缆和出口有望持续突破，给予 23 年 30x，目标价 69.60 元，维持“买入”评级。

风险提示：海风开工进度不及预期；市场竞争加剧等。

东方电缆三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,831	10,241	12,378	15,823	营业总收入	7,009	9,279	12,410	14,207
货币资金及交易性金融资产	2,368	3,733	4,359	7,757	营业成本(含金融类)	5,440	6,759	8,632	9,744
经营性应收款项	2,551	3,770	4,718	4,612	税金及附加	23	37	50	57
存货	1,321	2,036	2,364	2,401	销售费用	147	167	217	242
合同资产	459	562	772	876	管理费用	112	130	171	192
其他流动资产	133	140	165	176	研发费用	238	306	397	440
非流动资产	2,356	2,601	3,260	3,855	财务费用	21	48	56	41
长期股权投资	27	39	51	64	加:其他收益	23	19	22	14
固定资产及使用权资产	1,747	1,899	2,331	2,896	投资净收益	14	19	19	14
在建工程	66	207	421	442	公允价值变动	-36	0	0	0
无形资产	324	324	324	324	减值损失	-72	-73	-77	-81
商誉	0	1	1	2	资产处置收益	0	16	11	14
长期待摊费用	12	13	15	15	营业利润	957	1,812	2,861	3,452
其他非流动资产	180	120	117	114	营业外净收支	3	1	1	1
资产总计	9,188	12,842	15,637	19,678	利润总额	960	1,813	2,862	3,453
流动负债	2,440	2,986	3,747	4,233	减:所得税	118	218	343	414
短期借款及一年内到期的非流动负债	109	7	7	7	净利润	842	1,596	2,519	3,039
经营性应付款项	1,671	2,082	2,656	2,999	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	510	660	832	943	归属母公司净利润	842	1,595	2,519	3,039
其他流动负债	151	236	253	283	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.22	2.32	3.66	4.42
非流动负债	1,254	2,765	2,277	2,791	EBIT	1,039	1,880	2,943	3,532
长期借款	1,061	2,561	2,061	2,561	EBITDA	1,191	2,088	3,206	3,868
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.38	27.16	30.44	31.41
租赁负债	14	25	37	51	归母净利率(%)	12.02	17.19	20.30	21.39
其他非流动负债	179	179	179	179	收入增长率(%)	-11.64	32.39	33.74	14.48
负债合计	3,694	5,751	6,025	7,024	归母净利润增长率(%)	-29.14	89.41	57.87	20.64
归属母公司股东权益	5,494	7,091	9,613	12,654					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	5,494	7,092	9,613	12,655					
负债和股东权益	9,188	12,842	15,637	19,678					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	647	509	2,173	3,969	每股净资产(元)	7.99	10.31	13.98	18.40
投资活动现金流	-436	-478	-955	-968	最新发行在外股份(百万股)	688	688	688	688
筹资活动现金流	280	1,334	-592	397	ROIC(%)	14.98	20.22	24.20	23.03
现金净增加额	487	1,365	626	3,398	ROE-摊薄(%)	15.33	22.50	26.20	24.01
折旧和摊销	153	208	263	335	资产负债率(%)	40.20	44.78	38.53	35.69
资本开支	-444	-484	-899	-906	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.37	22.37	14.17	11.75
营运资本变动	-492	-1,486	-752	406	P/B(现价)	6.50	5.03	3.71	2.82

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

