

东方电缆（603606.SH）

公司报告 | 首次评级报告

刘乾元
电新研究员

2026年5月15日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	61.42
总市值	422.39亿
PE-TTM	31.01
PB-MRQ	4.97

估值结果

价值	471.36亿
DDM估值	上行空间 12%
状态	合理估值
价值	487.48亿
动态估值	上行空间 15%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

东方电缆是中国领先的海底电缆、陆地电缆系统供应商，是全球海缆最具竞争力企业10强之一，累计提供海缆数量超12000公里，产品广泛应用于海上风电、电力传输、海洋油气勘探等多个领域。

公司成长空间较高，受益于风电行业持续向好，国内海上风电政策持续推进中，未来深远海开发带来高电压等级海缆需求，给海缆行业带来了广阔的市场空间。公司盈利趋势表现一般，短期内，因高毛利海缆产品交付节奏原因，盈利能力出现下滑，但中长期量利齐升可期。公司产业格局尚可，与上游供应商话语权相对较弱，但通过签订战略合作协议，稳定了供应和价格，对下游客户话语权较强，得益于高技术壁垒和产品重要性，与下游客户形成强大的粘性。公司护城河较深，应用500kV交流海缆软接头、535kV柔性直流海缆、深海动态缆及脐带缆等关键技术，与资源壁垒和客户粘性一同构建了公司的护城河优势。

基于我们对公司的假设，我们认为公司海缆龙头地位未来能持续保持，依靠技术护城河优势叠加风电行业景气回升的预期，公司产品未来有望实现量价齐升，公司目前估值处于合理估值的状态。

我们区别于市场的观点

市场普遍看好公司中长期发展，主要基于其充沛的在手订单和高毛利海缆业务占比提升的预期。

我们同样认为公司国内业务中长期发展顺利，与市场预期达成一致。但远距离运输、国际认证、复杂的属地化管理以及地缘政治因素，都可能使海外项目的实际盈利能力存在一定不确定性，我们认为短期内市场对公司的海外业务的预期过于乐观，公司的业绩的恢复速度可能略微滞后。

风险提示

国内海风项目审批、核准、开工节奏若延迟，可能导致未来海缆需求下滑；海外项目面临地缘政治、国际认证、供应链管理、执行成本超预期等挑战，可能影响公司在海外市场的市占率和利润。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发高端度	5
3.3 研发强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

东方电缆的主营业务是电力工程与装备线缆、海底电缆与高压电缆、海洋装备与工程运维的研发、制造、销售及服务。公司的主要产品是海底电缆与高压电缆、电力工程与装备线缆及海洋装备与工程运维。

2. 业务介绍

对于东方电缆公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

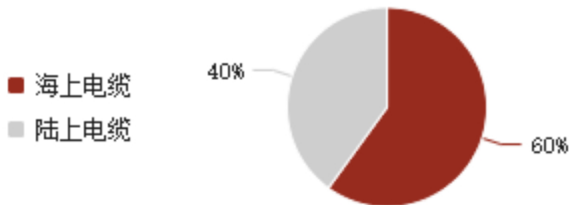
海上电缆：

海缆业务是东方电缆技术实力和高端品牌形象的核心体现，公司不仅具备500kV交流海缆、±535kV直流海缆等高端产品的批量生产能力，还成功交付了国内首个±500kV直流海缆项目；公司拥有自己的海洋工程船队，能够提供从产品制造到敷设安装的全流程服务。我们对该业务的市场界定为全球市场。

陆上电缆：

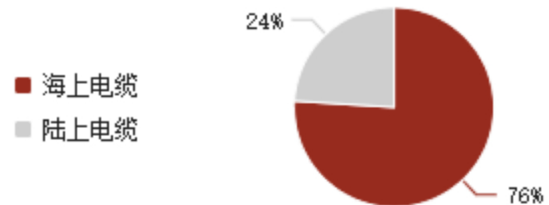
陆缆业务采用“品牌入围+工程落地+渠道承接”的开拓模式，与国家电网等大型项目招投标，并结合经销商网络，实现了市场的逐步覆盖，未来，公司计划通过开发高等级产品来提升陆缆的毛利水平。我们对该业务的市场界定为全球市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

东方电缆经过二十多年的发展，已从传统的电线电缆制造商，成功转型为海陆缆核心供应商和系统解决方案服务商。其商业模式的核心在于通过技术创新驱动高端制造，并向高附加值的工程服务延伸，构建了集研发、生产、敷设和运维于一体的全产业链体系，并凭借其在海缆领域的核心技术优势构筑高盈利护城河。

3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

东方电缆的资产强度评为“中等”，主要原因在于其资产结构存在一定的运营效率压力。2026年第一季度末，公司总资产超过161亿元，规模可观。但47.45%的资产负债率表明公司近一半资产由负债支撑，同时，43.56亿元的存货较上年同期大幅增长92.86%，占用了大量营运资金。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 **高**

东方电缆的研发高端度评为“高”，研发高端度较高是东方电缆最核心的竞争力所在，特别是66kV湿式环保阵列海底电缆实现了国内湿式海缆的突破，截止到2025年底，公司高达184亿元的在手订单中，海缆及高压电缆订单占比极高，充分说明在高压直流海缆、深水脐带缆等高端领域的技术优势，是公司能持续斩获国内外大额订单、超越竞争对手的关键。

3.3 研发强度

低 较低 **中等** 较高 高

东方电缆的研发强度评为“中等”，反映了公司在业务高速扩张期，资产正被大规模投入研发，用以支持未来更高电压水平的海缆产品，其中存货和合同负债的大幅增长是这一阶段的典型特征，近年来，公司研发费用率一直保持在3%以上，在科技驱动的装备制造业中属于中上游水平。

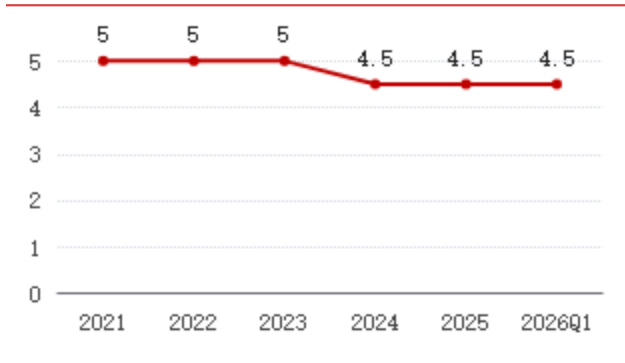
4. 历史经营绩效

东方电缆当前盈利能力星级评级为高，成长能力星级评级为高且持续提升，业务控制力星级表现较好，股东回报星级评级为高。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



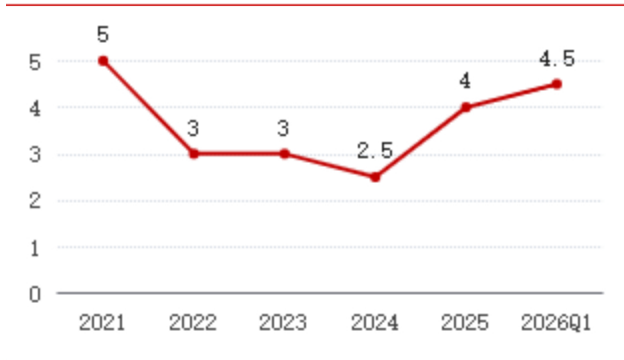
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2021年，国内海上风电享受国家补贴，引发“抢装潮”，公司海缆业务因技术壁垒高，毛利一度超过50%，成为绝对的利润支柱。2022年，补贴政策退出后，海上风电建设需求短期内有所回落，导致公司营收和净利润出现下滑。2023-2026年一季度，公司推进结构转型，公司营收创下新高，但净利润几乎持平，这主要是因为毛利率较低的陆缆系统收入大幅增长，而高毛利的海缆增长放缓。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



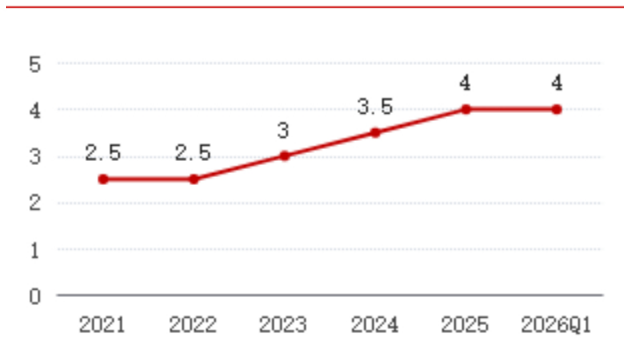
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2022年高速成长：直接受益于海上风电“抢装潮”，公司收入利润持续高增长。2023-2024年，行业需求从政策驱动转向市场驱动，增速回归常态。公司营收规模虽持续扩大，但净利润增速明显放缓，进入高位平台期。2025年-2026一季度，在手订单创历史新高，存货大幅增加，成长能力开始回升。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



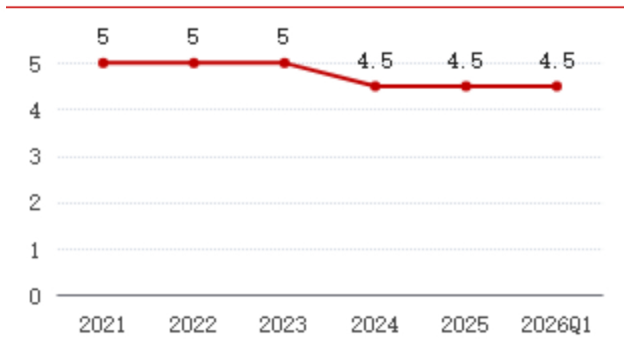
数据来源：公司财报，壹评级

对上游供应商：电缆行业属于“料重工轻”行业，主要原材料为铜、铝等大宗商品，其价格波动会直接影响成本。公司对上游的议价能力相对有限，主要通过规模采购和供应链管理来应对。对下游客户：公司强劲的现金流和大量的合同负债，在海缆等高端市场对下游客户具备一定的议价和预收款能力。2024-2026年一季度，公司经营现金流净额持续改善，当期销售回款情况较好，推动公司业务控制力星级提升。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2020-2023年，公司盈利能力强劲，现金分红稳定；2024年至2026年一季度，由于业绩阶段性调整，为未来增长投入加大，南方产业基地等产能建设导致投资活动现金净流出，公司股东回报评级有所下降，但整体星级依然维持高位。

5. 四维评级

公司未来成长空间极好，盈利趋势表现一般，产业格局尚可，具有较深的护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力极好，不仅在于行业景气，更在于公司在行业升级中的精准卡位。

海上电缆(4.5星):

全球海风市场的强劲增长，海风项目正朝着深远海、大容量方向发展。这一趋势意味着技术门槛更高、单瓦价值量更大的高电压等级海缆需求将持续提升。公司凭借其技术实力抢占先机，海缆业务成长能力优于行业平均水平，目前，英国Inch Cape项目海缆开始规模化交付；2025年更斩获亚洲区域海洋能源互联超高压海缆及施工敷设EPCI总包订单约19亿元，LTMS-PIP跨境输电项目、VMS互联项目均在推进，有望进一步打开海外海缆市场空间。

陆上电缆(3星):

需求受电网投资、新能源配套等传统领域驱动，主要通过“品牌入围+工程落地+渠道承接”模式扩大市场份额，提供规模化的稳定营收，但行业增速和想象空间不及海缆业务。

5.2 盈利趋势

★★★★☆☆

公司盈利趋势一般，公司处于短期业绩承压，但中长期业绩修复明确的现状。

海上电缆(2.5星):

海缆盈利承压的局面已开始扭转，公司业绩回升的主因是国内重大海缆项目陆续进入交付期，2026年一季度，公司交付两根Inch Cape海缆，华能山东半岛北L、帆石一、青洲五七等跨年项目持续交付；4月15日三山岛1-4项目±500kV海缆完成交付，有望在2026年二季度确认收入。公司在超高压直流海缆领域技术壁垒深厚，在手订单184.12亿元中海底电缆与高压电缆达103.89亿元，为后续业绩持续兑现提供保障

陆上电缆(2.5星):

陆缆业务毛利率相对海缆业务较低，其收入占比提升会稀释整体盈利，但其增长能为高毛利海缆业务未放量时，提供营收规模支撑。

5.3 产业格局

★★★★☆☆

公司的产业格局尚可，国内海缆市场已形成东方电缆、中天科技、亨通光电“三足鼎立”的稳定格局。

海上电缆(3星):

海缆业务格局优良且稳定。国内海缆行业呈现高度集中的寡头垄断竞争格局，2025年东方电缆、中天科技、亨通光电三家头部企业合计市占率高达87%，其中东方电缆市占率约32%-34%，稳居第一梯队，高端市场领域，三家企业凭借超高压与柔性直流技术、全产业链配套能力及区位优势资源形成的护城河，在220kV及以上高端海缆市场占据绝对主导地位，竞争格局长期向好。

陆上电缆(2.5星):

陆上电缆产业格局相对分散，市场参与者众多，竞争激烈，价格竞争更为常见。公司依靠品牌和规模维持地位，但整体格局的稳定性不如海缆。

5.4 护城河



公司护城河星级较深，护城河来自技术、服务和资源协同构成的复合型壁垒。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
海上电缆	(4星)公司海上电缆业务的护城河宽度星级较好，经壹评级调整后的ROE为24%，ROIC为21%，具有较高的超额收益。公司业务控制力尚可，下游话语权较强，得益于下游客户对其技术的认可、规模交付能力较高。公司为国内海缆龙头，市占率排名国内第一，未来市占率预计保持稳定。	(3星)公司该业务护城河持续性尚可，护城河主要为技术优势和资源优势，技术优势体现在各电压等级海缆全覆盖，500KV以上海缆全国最先大规模商用；资源优势体现在公司在宁波、阳江等关键基地布局了自有码头，形成“基地+码头”的一体化布局。长期看，公司该业务的护城河可能面临挑战，包括竞争对手追赶，技术差距缩小等。
陆上电缆	(2星)公司陆上电缆业务护城河宽度星级较差，经壹评级调整后的ROE为10%，ROIC为8%，超额收益尚可，业务控制力星级尚可，公司话语权相对较弱，下游客户为国家电网等大型发电集团，作为上游设备商，议价能力不强。陆缆业务利润虽然相对较薄，但其需求稳定、回款周期相对较短，公司在行业市占率不到2%，未来预计保持不变。	(3星)公司该业务护城河持续性尚可，护城河主要为规模经济，公司通过规模化生产和成熟的供应链管理，有效控制成本，在统一招标市场中保持竞争力，同时公司在电力、建筑、轨道交通等领域积累了和广泛的客户资源。长期看，陆缆市场技术门槛相对较低，产品同质化严重，一旦主要原材料铜价大幅上涨，公司利润会受到直接挤压；陆缆业务增长依赖于电网升级、新能源电站建设等大型项目，这些项目的投资规模和政策节奏存在不确定性，未来公司护城河有被侵蚀的可能性。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于未来风电行业景气度持续提升、十五五规划重点发展海风、海外市场景气反转带动公司出货量提升的假设，目前公司估值合理。

6.1 核心假设及逻辑

一、海缆业务：

收入假设：

- 1) 海缆出货量：预计随着2026年全球风电装机需求开始增长，同时国内海风开始加速发展，尤其是深远海对海缆的需求提升，叠加十五五规划未来重点发展海风，公司送出缆、阵列缆出货量预计持续增长。
- 2) 海缆价格：预计随着离岸距离增加，对高压海缆的需求增加，预计高压阵列缆、送出缆的价格有所提升，低压类型海缆价格逐步下降直至被淘汰。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：2026-2027年，预计毛利率缓升3-5个点，2027-2030年，毛利率保持稳定，2030年之后，预计毛利率略有下降，长期毛利率预计稳定在29%-30%。
- 2) 费用率：公司持续产能扩张，销售人员和管理人员同比增加，预计销售、管理费用增加。为了适应未来高压海缆需求不断提升的趋势，公司研发费用预计提升0.5个百分点。

二、陆缆业务：预计该业务的2026-2030年收入的复合增速为6%，毛利率保持稳定不变。

表2：公司整体业绩预测

东方电缆	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	73.1	90.9	108.4	123.9	140.9	157.0	174.6	193.4
归母净利润(亿)	10.0	10.1	12.7	17.5	21.7	25.5	28.1	30.3
归母净利润增速(%)	18.6	0.8	26.2	37.4	24.1	17.6	10.3	7.9
经营性净利润(亿)	9.8	9.6	12.5	17.4	21.6	25.4	28.0	30.2
经营性净利润增速(%)	16.0	-2.0	30.4	38.6	24.2	17.7	10.4	7.9
经营性归母净利润(亿)	9.8	9.6	12.5	17.4	21.6	25.4	28.0	30.2
经营性归母净利润增速(%)	16.0	-2.0	30.4	38.6	24.2	17.7	10.4	7.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

海上电缆	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	35.0	42.9	58.9	70.6	82.8	93.6	105.9	118.6
收入增速(%)	15.5	22.6	37.4	19.8	17.3	13.0	13.1	12.0
经营性净利润(亿)	3.6	7.4	10.2	14.3	18.2	21.8	24.1	26.0
经营性净利率(%)	10.2	17.3	17.3	20.2	22.0	23.3	22.8	21.9
经营性净利润增速(%)	556.9	108.5	37.5	39.9	27.5	19.6	10.7	7.7
陆上电缆	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	38.1	48.0	49.5	53.3	58.0	63.3	68.7	74.8
收入增速(%)	-4.2	26.1	3.1	7.7	8.8	9.1	8.5	8.9
经营性净利润(亿)	6.2	2.2	2.3	3.1	3.4	3.6	3.9	4.3
经营性净利率(%)	16.4	4.6	4.7	5.8	5.8	5.7	5.7	5.7
经营性净利润增速(%)	-21.1	-65.0	6.4	33.2	8.6	7.2	8.3	8.7

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
海上电缆	6.7%	中等	较好	较强	7.5%	17.73	26.0
陆上电缆	5.6%	中等	一般	较强	7.2%	16.71	4.3
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
海上电缆(亿)	62.9	344.9	407.9	17.6	-	-	425.5
陆上电缆(亿)	1.8	53.7	55.5	6.5	-	-	62.0
公司整体测算(亿)	64.7	398.6	463.4	24.1	-	-	487.5

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
海上电缆(亿)	191.9	213.5	405.4	17.6	-	-	423.0
陆上电缆(亿)	8.8	33.0	41.8	6.5	-	-	48.3
公司整体测算(亿)	200.7	246.5	447.2	24.1	-	-	471.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

东方电缆盈利能力的修复幅度与节奏存在较大不确定性，主要取决于海上风电招标量的持续性、海缆产品交付节奏的顺利程度，以及原材料价格波动对在手订单利润空间的侵蚀。尽管国内海风项目储备较为丰富，深远海规划逐步清晰，但各省竞配落地进度不一，部分项目存在延期或调整风险。与此同时，海缆行业技术门槛较高，但头部企业如中天、亨通等在产能布局与客户关系上也具备较强竞争力，市场份额竞争趋于激烈。此外，公司海外项目拓展虽取得初步突破，但交付周期长、汇率及地缘政治风险也不容忽视。综合来看，公司整体估值确定性不算高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。