

# 浙江鼎力 (603338)

## 全球高空作业平台龙头，受益海外高景气及臂式产品放量

买入 (维持)

2023年08月24日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书: S0600522090004  
luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书: S0600122080061  
weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	5,445	6,278	7,542	9,043
同比	10%	15%	20%	20%
归属母公司净利润 (百万元)	1,257	1,509	1,796	2,160
同比	42%	20%	19%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.48	2.98	3.55	4.27
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.83	16.52	13.88	11.55

关键词: #出口导向

### 投资要点

#### ■ 浙江鼎力: 高空作业平台民营龙头, 全球竞争力突出

浙江鼎力是全球领先高空作业平台制造商, 产品覆盖臂式、剪叉式和桅柱式, 已实现全系列电动化。公司海外竞争力突出, 连续多年入选《Access International》发布的“全球高空作业平台制造企业20强榜单”前十名。受益于国内高机行业快速发展、海外市场拓展, 2015-2022年营收复合增速达42%, 归母净利润复合增速达39%。2023上半年受益于海外市场景气复苏, 原材料及海运费等压制利润率因素消除, 公司实现营业总收入31亿元, 同比增长5%, 归母净利润8亿元, 同比增长45%, 成长性优秀。

#### ■ 高机行业: 国内外周期共振, 行业处于景气周期

高机为登高作业辅助工具, 周期性弱于传统工程机械, 主要市场为欧美等发达国家和地区, 其中北美为第一大市场, 占比约41%。高机行业发展存在区域分化: (1) 海外: 市场需求以存量更新为主, 2021年起进入疫后修复阶段, JLG、Genie在手订单至今维持在历史高位。2023Q2 JLG、Genie分别实现营收13/8亿美元, 同比增长36%/38%, 联合租赁实现租金收入30亿美元, 同比增长30%, 海外高机市场需求旺盛。中期看, 北美、南美等基建刺激政策有望逐步落地, 支撑行业景气度。JLG订单已排至2024下半年, 年内两次上调盈利预测, 并计划两三年内投资1.2亿美元扩产; 北美大型租赁商联合租赁计划持续扩大车队规模, 并且每年更新替换10%-12%的设备。(2) 国内: 受益城中村改造, 保有量仍有数倍提升空间。2023年中央与各地出台多项政策支持城中村改造, 老旧小区改造、建筑翻新刷粉、玻璃清洗均需要应用高机, 设备需求有望持续增长。对标欧美, 中国高机人均保有量及渗透率仍处低位, 2021年从高机人均保有量来看, 美国、欧洲十国、中国高机人均保有量分别为22、9、2台/万人, 单位GDP对应高机台数分别为3.1、1.9、1.9台/亿美元, 对标成熟市场仍有翻倍提升空间。

#### ■ 受益需求+产能双重周期, “臂式+电动化”带动产品结构优化

展望未来, 公司有望受益行业需求及自身产能双重周期, 迎来高速增长。①充分受益高机市场高景气: 海外高机行业起步较早, 已培养出JLG、Terex等跨国龙头, 竞争格局稳定, 2022年CR5约49%, 2022年鼎力全球份额位居第五, 仍有较大提升空间。在海外需求旺盛、供应不足背景下, 公司有望凭借交付优势获取海外份额, 2022年公司海外/国内毛利率分别为33.7%/21.6%, 海外拓展有望拉动公司盈利能力上移。②高端“臂式+电动化”产品结构升级: 臂式相较于剪叉式使用范围更广、价值及壁垒更高, 未来行业趋势向臂式(尤其是电动化臂式)产品转型。2021年公司定增扩产加码高端臂式产品, 有望迎来产品结构优化和盈利能力中枢上移。

■ 盈利预测与投资评级: 公司有望深度受益高机行业景气周期、高端产品结构优化, 我们预计公司2023-2025年归母净利润预测为15/18/22亿元, 当前市值对应PE分别为17/14/12, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 市场竞争加剧、汇率波动风险、新品下游接受度不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	49.24
一年最低/最高价	34.35/63.01
市净率(倍)	3.27
流通 A 股市值(百万元)	24,932.57
总市值(百万元)	24,932.57

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	15.04
资产负债率(% ,LF)	41.90
总股本(百万股)	506.35
流通 A 股(百万股)	506.35

### 相关研究

《浙江鼎力(603338): 2023年中报点评: Q2归母净利润+35%符合预期, 高端臂式放量出海可期》

2023-08-20

《浙江鼎力(603338): 2022年报&2023年一季报点评: 业绩高速增长, 高机市场维持较高景气》

2023-04-27

## 内容目录

<b>1. 浙江鼎力：高空作业平台民营龙头，全球竞争力突出</b> .....	<b>5</b>
1.1. 高空作业平台民营龙头，全球竞争力突出 .....	5
1.2. 成长性优异，海外市场拓展打开新增长极 .....	7
<b>2. 高机行业：国内外周期共振，行业进入景气周期</b> .....	<b>10</b>
2.1. 高空作业平台：安全高效的登高作业设备，周期性弱于传统工程机械 .....	10
2.2. 海外：受益北美制造业回流+基建法案，海外市场高景气 .....	13
2.3. 国内：受益城中村改造，保有量仍有数倍提升空间 .....	16
<b>3. 受益需求+产能双重周期，“臂式+电动化”带动产品结构优化</b> .....	<b>18</b>
3.1. 公司海外竞争力突出，充分受益市场高景气 .....	18
3.2. “臂式+电动化”趋势下，产品结构向高端化转型 .....	20
3.3. 扩产加码高端臂式产品，“臂式+电动化”带动产品结构优化 .....	23
<b>4. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>24</b>
4.1. 盈利预测 .....	24
4.2. 可比估值 .....	25
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

图 1:	浙江鼎力发展历程.....	5
图 2:	2022 年全球高空作业平台制造企业 20 强榜单, 浙江鼎力位列全球第五.....	5
图 3:	浙江鼎力高空作业平台产品矩阵.....	6
图 4:	公司实控人持股比例达 50.12%, 股权结构稳定 (截止 2023 年 6 月 30 日) .....	7
图 5:	2015-2022 浙江鼎力营收 CAGR 达 42%.....	7
图 6:	2015-2022 浙江鼎力归母净利润 CAGR 达 39%.....	7
图 7:	2021 年后公司盈利能力步入上升通道.....	8
图 8:	公司费控能力持续提升.....	8
图 9:	2015-2022 剪叉式/臂式/桅柱式产品 CAGR 39%/66%/26% (单位: 百万元) .....	8
图 10:	2022 年公司剪叉式/臂式/桅柱产品收入占比 61%/27%/9%.....	8
图 11:	2022 年公司高端臂式高空作业平台毛利率仅 20.6%, 具有较大提升空间 .....	9
图 12:	2022 年公司海外/国内收入同比+71%/-34%.....	9
图 13:	2022 年公司海外收入占比 65%.....	9
图 14:	2022 年公司海外/国内毛利率分别 34%/22%, 海外利润率较高.....	10
图 15:	高空作业机械分类.....	11
图 16:	高空作业平台产业链.....	11
图 17:	2021 年全球高空作业租赁主要市场设备保有量及占比 (单位: 万台, %) .....	12
图 18:	2009-2022E 美国高机租赁保有量 CAGR 约 5% .....	12
图 19:	2009-2022E 欧洲十国高机租赁保有量 CAGR 2% .....	12
图 20:	2017-2022 年中国高机销量 CAGR 达 34%.....	13
图 21:	2017-2022 年中国高机租赁保有量 CAGR 约 54%.....	13
图 22:	2022 年全球高机市场竞争格局, CR5 约 49%.....	13
图 23:	2023 年 Q2 OshKosh 高机 (JLG) 营收同比+36% .....	14
图 24:	2023 年 Q2 Terex 高机 (Genie) 营收同比+38%.....	14
图 25:	2023 年 Q2 联合租赁实现租金收入同比+30%.....	14
图 26:	2022 年联合租赁车队生产率同比+2%.....	14
图 27:	23Q2 Terex 高机 (Genie) 在手订单 27 亿美元, 同比增长 17%.....	15
图 28:	23Q2 OshKosh 高机 (JLG) 在手订单 44 亿美元, 同比增长 10%.....	15
图 29:	23Q2 联合租赁用于购买设备的资本开支 12.5 亿美元, 同比+43%.....	16
图 30:	2017-2021 年全国房屋市政工程安全事故中, 高处坠落事故占比达 53%.....	17
图 31:	2013-2022 年中国用工成本大幅上升 .....	17
图 32:	2021 年中国高机人均保有量显著低于欧美.....	18
图 33:	2021 年中国高机单位 GDP 渗透率低于欧美.....	18
图 34:	2020-2022 年公司国外收入占比逐年增长 .....	18
图 35:	2019-2022 年公司国外业务毛利率高于国内 .....	18
图 36:	公司全球业务布局.....	19
图 37:	臂式产品较剪叉式性应用更为灵活.....	20
图 38:	2012-2019 年欧洲十国臂式高空作业平台市场规模 CAGR 3.4%.....	21
图 39:	2012-2019 年美国臂式高空作业平台市场规模 CAGR 5.1%.....	21
图 40:	各国减碳政策梳理.....	21
图 41:	2019 年欧洲十国臂式高空作业平台电动化率.....	22
图 42:	2019 年欧洲十国剪叉式高空作业平台电动化率.....	22

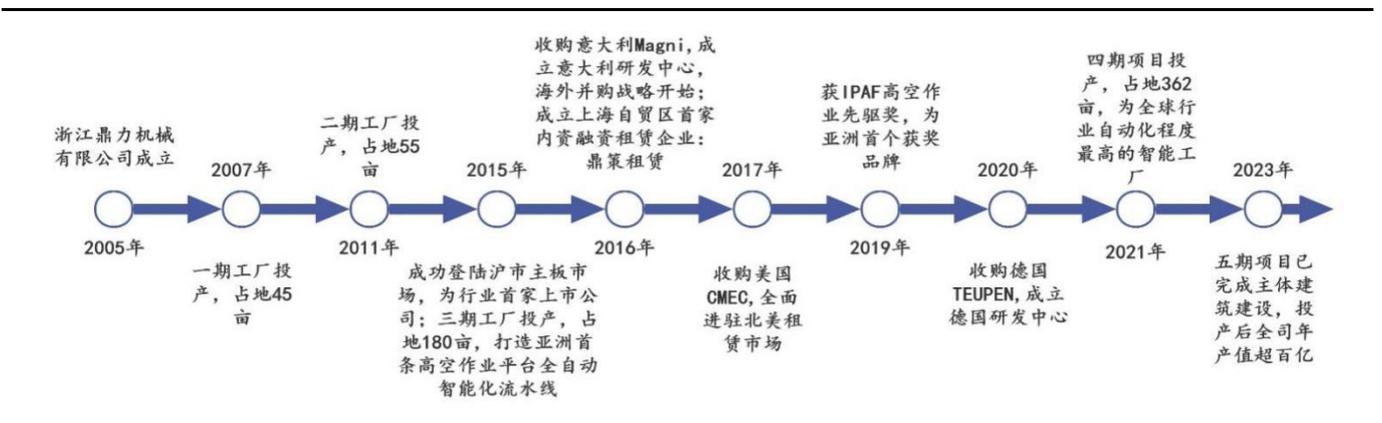
图 43:	2013-2019 年美国臂式高空作业平台电动化率 .....	22
图 44:	2013-2019 年美国剪叉式高空作业平台电动化率 .....	22
图 45:	2015-2022 年公司臂式产品毛利率低于剪叉式 .....	23
图 46:	2015-2022 年公司臂式产品收入快速增长 .....	23
图 47:	2022 年公司臂式产品电动化率还有提升空间 .....	23
表 1:	美国、巴西基建刺激政策有望持续落地 .....	15
表 2:	高空作业平台相较于传统登高设备优势明显 .....	16
表 3:	2023 年全国及各地区城中村改造政策会议梳理 .....	17
表 4:	美国商务部对中国高空作业平台反倾销调查终裁结果 .....	19
表 5:	美国商务部对中国高空作业平台反补贴调查终裁结果 .....	20
表 6:	公司定增项目主要内容 .....	23
表 7:	浙江鼎力 2021-2025E 收入拆分表 .....	24
表 8:	可比公司估值表 .....	25

## 1. 浙江鼎力：高空作业平台民营龙头，全球竞争力突出

### 1.1. 高空作业平台民营龙头，全球竞争力突出

浙江鼎力为全球高机龙头，产能扩张与全球化战略并进。浙江鼎力成立于2005年，并于2015年在上交所上市。公司从事各类智能高空作业平台的研发、制造、销售和服务，主要产品涵盖臂式、剪叉式和桅柱式三大系列共150多款规格，并已实现全系列产产品电动化，产品主要应用于建筑工程、建筑物装饰与维护、仓储物流、石油化工、船舶生产与维护，以及诸如国家电网、核电站、高铁、机场、隧道等特殊工况。公司自成立以来不断扩张产能，积极推进全球化战略，逐渐成长为全球高空作业平台龙头。

图1：浙江鼎力发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2022年浙江鼎力位列全球高机品牌第五，全球影响力持续提升。公司已连续多年入选《Access International》发布的“全球高空作业平台制造企业20强榜单”前十强，2022年位列第五，国际地位领先。公司董事长许树根当选“2023年国际高空设备颁奖大会（IAPA 2023）”评委，是中国首位入选评委，打破行业权威奖项由海外评委拟定的传统，体现了行业权威机构对公司综合实力的认可。

图2：2022年全球高空作业平台制造企业20强榜单，浙江鼎力位列全球第五

排名	公司名称	国家	2022年销售额（百万美元）	2021年销售额（百万美元）	同比增长
1	JLG Industries	美国	2401.7	2102.9	14.2%
2	Terex AWP	美国	1801.1	1579.5	14.0%
3	徐工机械	中国	1058	753.3	40.4%
4	Skyjack	加拿大	906.2	788	15.0%
5	浙江鼎力	中国	871.3	799.1	9.0%
6	Haulotte	法国	790	646.5	22.2%
7	中联重科	中国	735.4	536.1	37.0%
8	Time Manufacturing	美国	725	610	20.5%
9	临工重机	中国	673.2	628.4	7.2%
10	Aichi Corporation	日本	591.9	526.8	12.4%

数据来源：Access International，东吴证券研究所

高空作业平台产品谱系齐全，“新能源+差异化”战略强化竞争力。公司已形成涵盖臂式、剪叉式、桅柱式以及差异化高空作业平台共 150 多款规格的完备产品型谱。公司于 2016 年开始布局电动产品，已率先实现全系列产品电动化，还推出玻璃吸盘车、轨道高空车，模板举升车等多种差异化产品，有效满足市场需求。2023 年 1 月 1 日起，公司销售的所有产品免保 3 年（铅酸电池除外），是业内首家提出全系列高空作业平台产品质保 3 年的企业，产品综合实力强劲。

图3：浙江鼎力高空作业平台产品矩阵

产品类型	驱动类型	产品细分	工作高度	载荷	应用场景	图例
臂式高空作业平台	电动	直臂式	16m-44m	≤ 454kg	能够实现较高的作业高度，具备良好的障碍物跨越能力，适用于大高度的室外作业以及需要灵活调整高处到达位置等情况	
		曲臂式				
	柴动	直臂式				
		曲臂式				
	混动	直臂式				
		曲臂式				
剪叉式高空作业平台	电动	大型剪叉式	6m-32m	≤ 1000kg	根据型号和尺寸不用，可用于室内外各种需要高处作业的场所，应用领域最广泛	
		小型剪叉式				
		迷你剪叉式				
	柴动	大型剪叉式				
桅柱式高空作业平台	电动	套筒式	7m-14m	≤ 300kg	桅柱式产品纯电驱动、结构轻巧、操作灵活、无噪音无污染，主要应用于仓储、超市、室内装饰及维修等领域	
		桅柱式				
差异化系列产品	电动	玻璃吸盘车	5m-16m	≤ 1800kg	差异化功能，满足市场新需求	
		高空取料机				
		拣选车				
	柴动	玻璃吸盘车				
		轨道高空车				
		桥式平台				

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

截至 2023 年 Q2 末，实控人许树根合计持股 50.12%，股权结构稳定。截至 2023 年 Q2 末，公司创始人、实控人许树根合计持有公司股份 50.12%，直接持股 45.53%，通过员工持股平台德清中鼎间接持股 4.59%。公司下辖绿色动力、鼎策融资等多家全资子公司，另有持股意大利 Magni 20%、美国 CMEC 25%、德国 TEUPEN 24%。公司自成立以来实控人未发生变化，股权结构稳定。

图4：公司实控人持股比例达 50.12%，股权结构稳定（截止 2023 年 6 月 30 日）

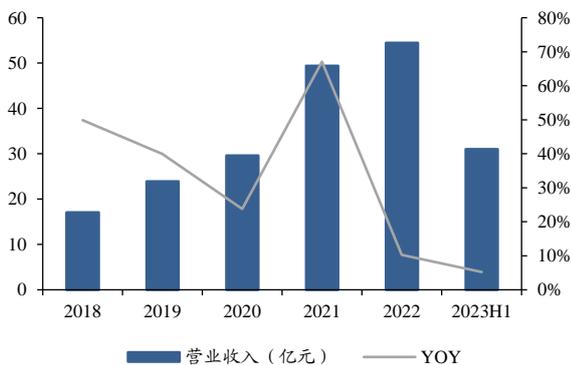


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.2. 成长性优异，海外市场拓展打开新增长极

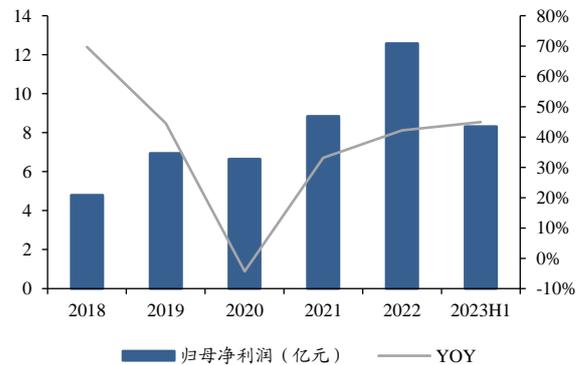
公司成长性优异，2015-2022 年营收 CAGR 42%，归母净利润 CAGR 39%。2015-2022 年公司营收与归母净利润均快速增长，营收从 4.8 亿元增长到 54.5 亿元，CAGR 达 42%；归母净利润从 1.3 亿元增长至 12.6 亿元，CAGR 达 39%。2023 上半年公司实现营收 31.0 亿元，同比增长 5.2%，归母净利润达 8.3 亿元，同比增加 44.9%，业绩增速高于营收增速，主要系产品结构优化、海外布局完善、原材料价格下降、汇率变动等。

图5：2015-2022 浙江鼎力营收 CAGR 达 42%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2015-2022 浙江鼎力归母净利润 CAGR 达 39%

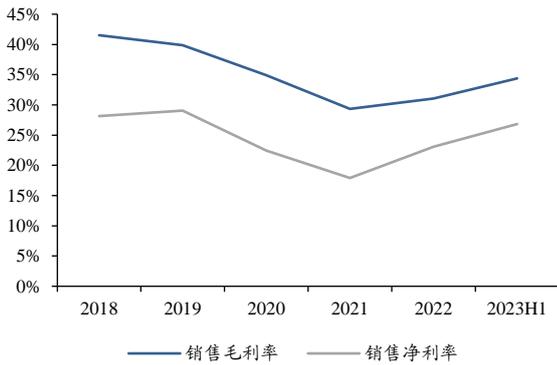


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2021 年后盈利能力上行。2021 年，公司毛利率为 29.3%，同比下降 5.6pct，净利率

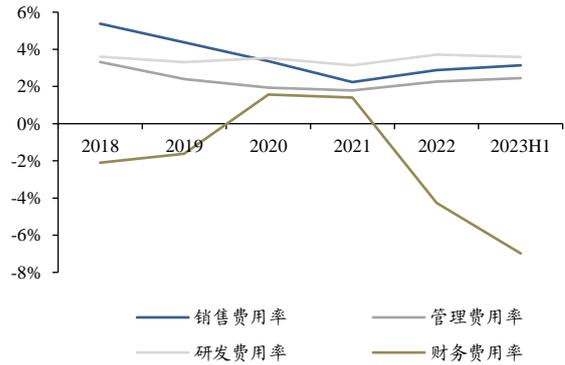
为 17.9%，同比下降 4.6pct，盈利能力有所降低，主要系疫情导致原来面向海外市场设计的臂式产品难以出海，最终转向销往国内，提供了折扣让价，且臂式产品处于产能爬坡期，折旧摊销费用高。近两年受益于产品结构优化、海外销售占比提升、原材料成本下降，公司盈利能力持续回升。

图7：2021年后公司盈利能力步入上升通道



数据来源：Wind，东吴证券研究所

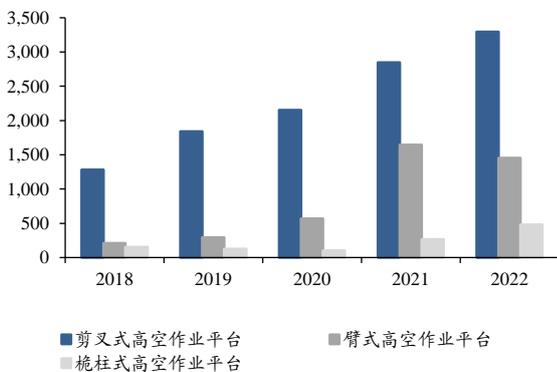
图8：公司费控能力持续提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

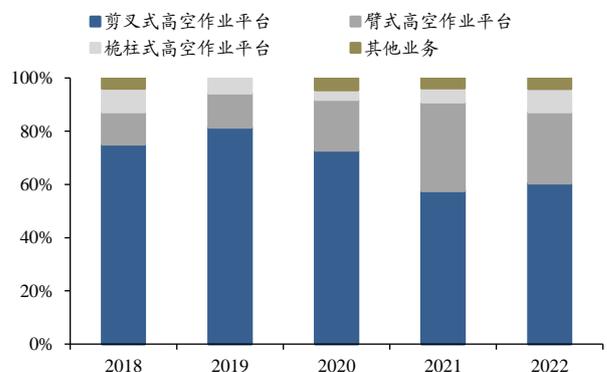
分产品收入看，2022 年公司剪叉式占比过半，臂式高空作业平台占比快速提升。2015-2022 年间，剪叉式/臂式/桅柱式高空作业平台营收分别由 3.3/0.4/0.9 亿元增长至 33.0/14.5/4.8 亿元，CAGR 分别达 39.0%/65.5%/26.4%。剪叉式产品收入占比过半，臂式高空作业平台占比从 9.1%上升至 26.7%，增长迅速。未来随海外臂式电动化转型、国内臂式渗透率提升，公司产能释放，臂式产品销量占比有望持续提升。

图9：2015-2022 剪叉式/臂式/桅柱式产品 CAGR 39%/66%/26% (单位：百万元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

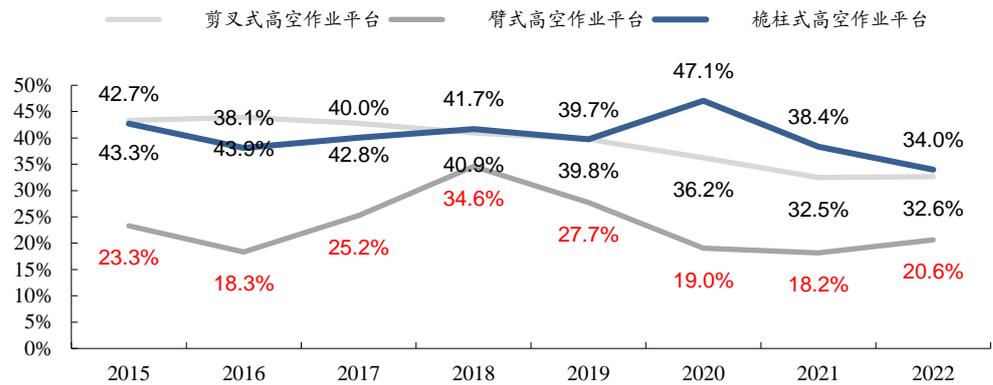
图10：2022 年公司剪叉式/臂式/桅柱产品收入占比 61%/27%/9%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司臂式产品利润率有望逐步上移。2022年，公司剪叉式/臂式/桅柱式高空作业平台毛利率分别为32.6%/20.6%/34.0%，同比变动0.15pct/2.48pct/-4.39pct。臂式高空作业平台为高端产品，但毛利率低于剪叉式和桅柱式产品，并且在2018-2021年间逐年降低，由34.6%降至18.2%，主要系电动臂式产品在市场推广阶段进行价格折让、臂式产品处于产能爬坡期。未来随着臂式产品规模效应释放、产品结构改善，臂式产品利润率有望呈现提升趋势。

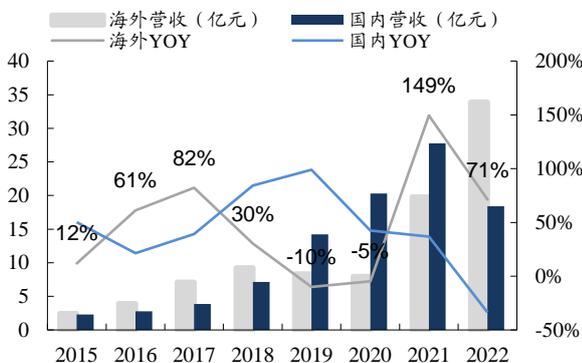
图11: 2022年公司高端臂式高空作业平台毛利率仅20.6%，具有较大提升空间



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

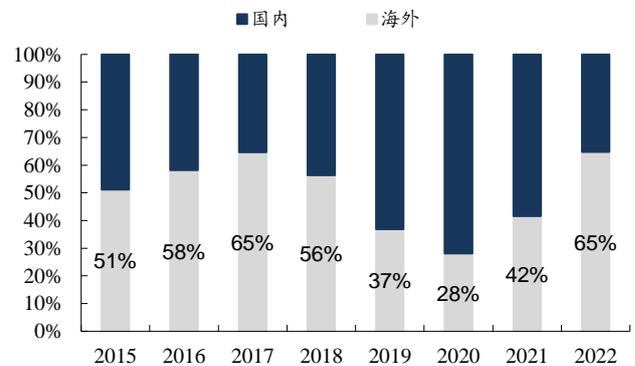
分区域看，2021年起海外市场景气度回升，公司海外营收增速超国内。受益于全球化战略的推进，2018年前公司海外收入占比均超过50%。2018年后，受地缘政治摩擦和公共卫生事件影响，公司海外收入占比下滑。2021年起海外市场回暖，公司海外营收增速反超国内。2022年，公司国内营收18.4亿元，同比下滑34%，海外营收33.9亿元，同比增长71%，海外营收占比同比提升23%至65%。

图12: 2022年公司海外/国内收入同比+71%/-34%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

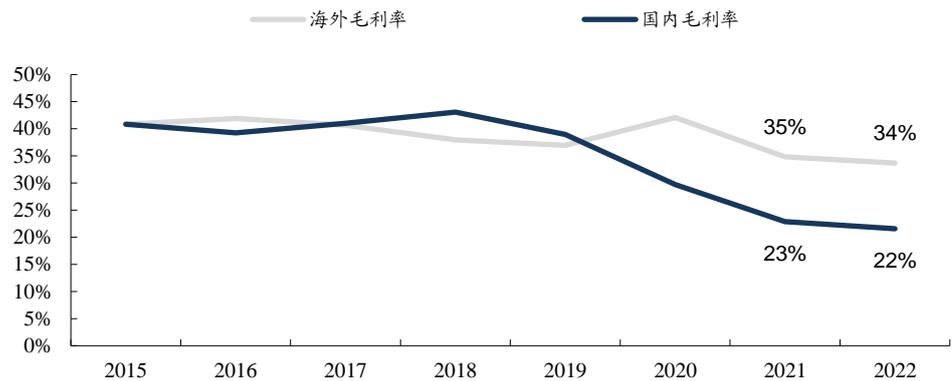
图13: 2022年公司海外收入占比65%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

海外市场拓展+臂式产品优化，未来公司盈利能力有望上移。2020年以来，产品出海受阻，国内市场竞争加剧，公司毛利率出现下滑。2020-2022年海外毛利率分别为42.1%/34.8%/33.7%，高出同期国内毛利率12.4%/11.9%/12.1%。随着海外收入占比提升，公司盈利能力有望持续增强。

图14：2022年公司海外/国内毛利率分别34%/22%，海外利润率较高



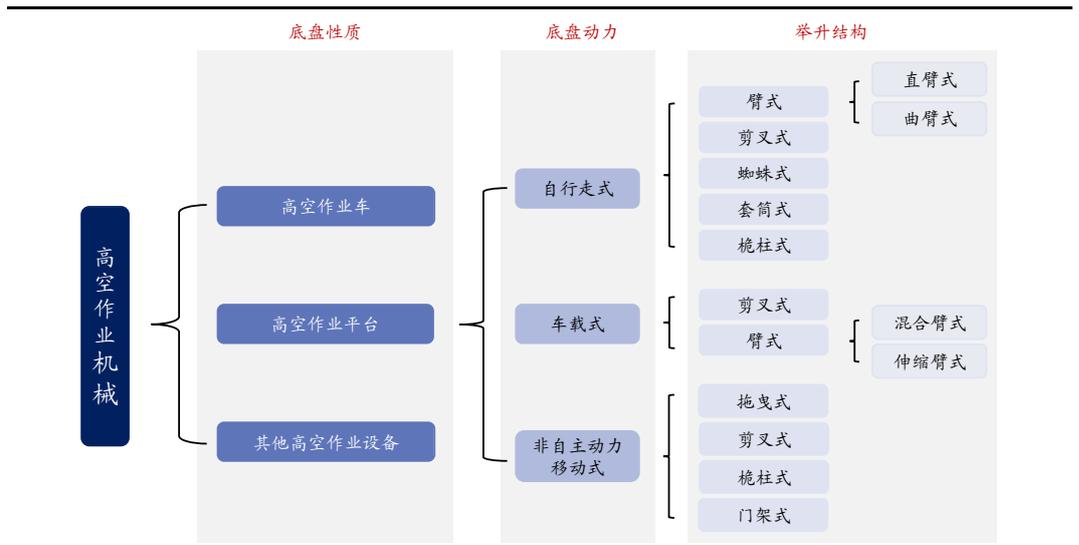
数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 高机行业：国内外周期共振，行业进入景气周期

### 2.1. 高空作业平台：安全高效的登高作业设备，周期性弱于传统工程机械

高空作业机械（简称高机）用于辅助工人登高作业，按是否安装车底盘，可分为高空作业车与高空作业平台。高空作业机械为新型登高作业设备，可将作业人员、工具、材料等举升到指定位置，进行安装、维修等操作，为吊篮、脚手架等传统设备的升级替代品。根据是否搭载汽车底盘可分为高空作业车、高空作业平台。高空作业平台无底盘，但承载能力、举升结构、行驶动力、应用领域等方面相较于高空作业车更为灵活，为当前主流产品。

图15: 高空作业机械分类

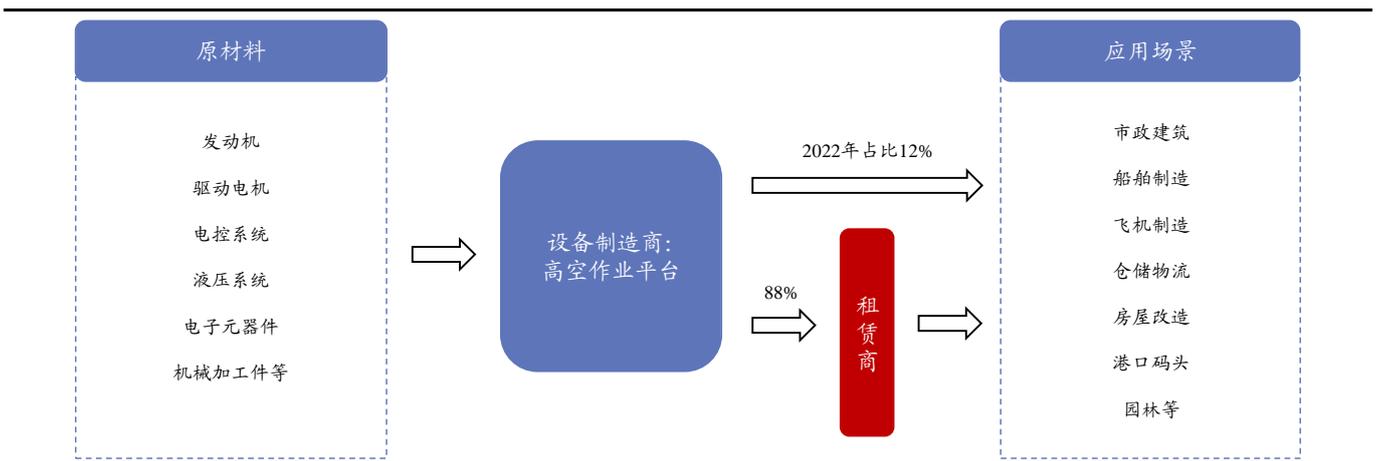


数据来源: 浙江鼎力招股说明书, 星邦智能招股说明书, 东吴证券研究所

高空作业平台直接客户以租赁商为主, 下游应用广泛, 周期性弱于传统工程机械。

(1) 对租赁商, 高机不属于特种机械, 不需要雇佣特殊人员操作, 干租模式可行高效, 对施工方, 不同工况需配备不同型号高机, 且高机适用短时高频, 租赁比自购更省钱。因此高机以租赁商为直接客户, **2022 年租赁设备量占总保有量比重高达 88%**。由于租赁商决策更有计划性, 行业周期属性弱化。(2) 下游应用领域广泛, 已从原先的建筑、船舶制造逐步渗透至飞机、仓储等非建筑领域, 受单一行业波动影响有限。

图16: 高空作业平台产业链

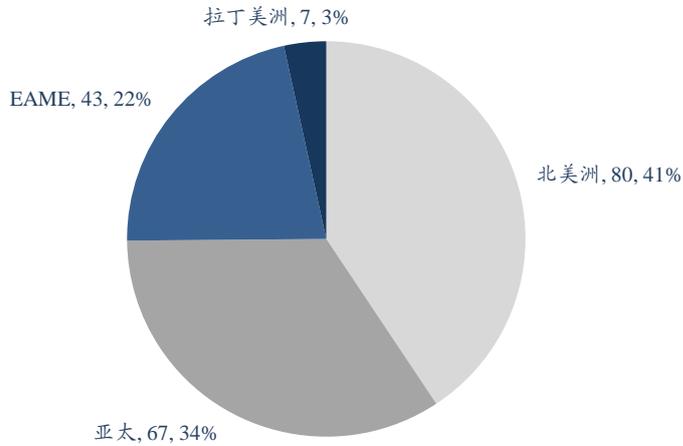


数据来源: 华经产业研究院, 宏信建发招股说明书, 东吴证券研究所整理

高空作业平台的主要市场为欧美等发达国家和地区。高机广泛应用于厂房建设、仓储管理、市政工程、楼宇清洁等高空作业项目, 需求与经济发展成熟度、地方对工人的效率和安全重视度密切相关。根据 IPAF 统计, 按租赁设备保有量口径, 2021 年全球高机租赁市场保有量约 196 万台, 北美为第一大市场, 占比约 41%, 亚太、EAME 分别占比

34%、22%。

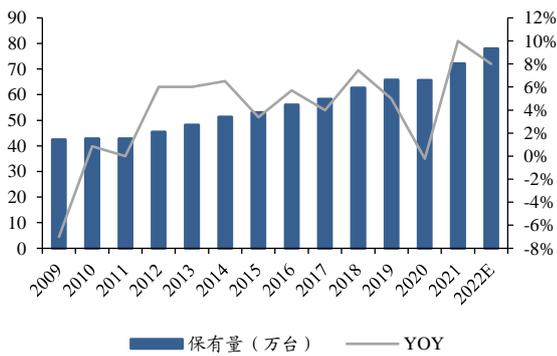
图17: 2021 年全球高空作业租赁主要市场设备保有量及占比 (单位: 万台, %)



数据来源: IPAF, 东吴证券研究所

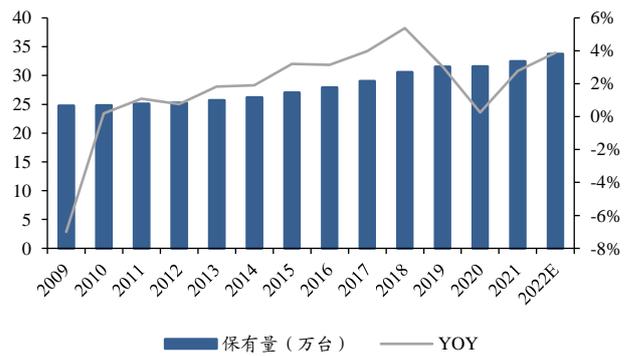
高机市场发展存在区域分化, 海外市场以存量更新为主, 国内市场仍处于成长阶段。欧美地区高机行业经过多年发展已步入成熟期, 设备以更新替换需求为主。2009-2022 年美国、欧洲十国高机保有量复合增速分别约 5%、2%。国内高机行业起步晚于欧美, 尚处发展阶段, 2017-2022 年复合增速约 54%。

图18: 2009-2022E 美国高机租赁保有量 CAGR 约 5%



数据来源: IPAF, 东吴证券研究所

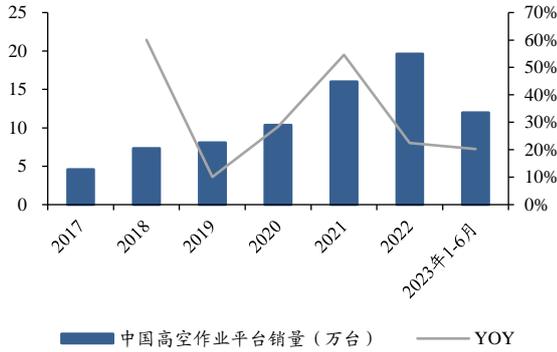
图19: 2009-2022E 欧洲十国高机租赁保有量 CAGR 2%



数据来源: IPAF, 东吴证券研究所

注: 包括英国、丹麦、挪威、瑞典、芬兰、意大利、法国、荷兰、德国、西班牙

图20: 2017-2022年中国高机销量 CAGR 达 34%



数据来源: 中国工程机械工业协会, 华经产业研究院, 东吴证券研究所

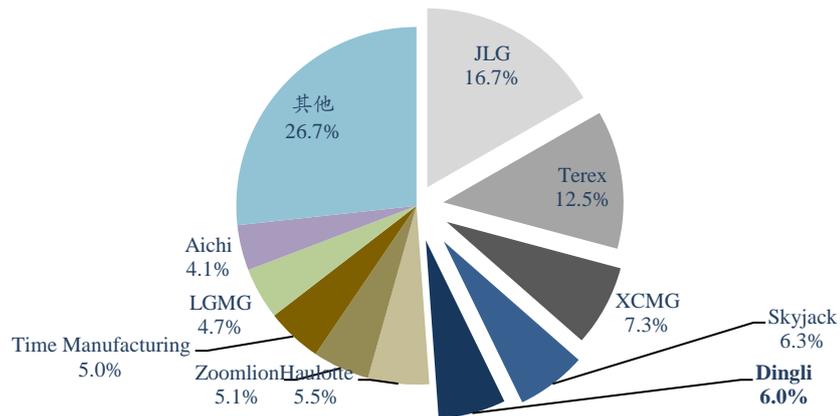
图21: 2017-2022年中国高机租赁保有量 CAGR 约 54%



数据来源: 华经产业研究院, 宏信建发招股说明书, 东吴证券研究所

**高机行业竞争格局稳定, 2022年CR5约49%。**海外高机行业起步较早, 已培养出美国 JLG、美国 Terex (Genie)、加拿大 Skyjack 等跨国龙头。与传统工程机械行业发展趋势一致, 全球高机行业集中度较高, 2022年CR5约49%。近年来国内主机厂抓住高机行业发展机遇快速成长, 2022年鼎力、徐工、中联、临工已跻身前十, 随着国产厂商加强海外市场布局, 海外份额仍有望继续提升。

图22: 2022年全球高机市场竞争格局, CR5约49%



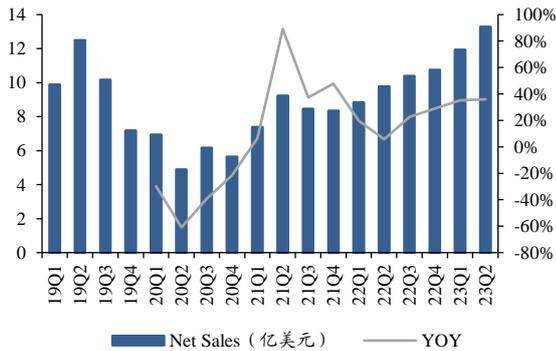
数据来源: Assess International, 东吴证券研究所

## 2.2. 海外: 受益北美制造业回流+基建法案, 海外市场高景气

海外高机市场自 2021 年进入疫后修复阶段, 租赁商、设备商业绩触底回暖。2021

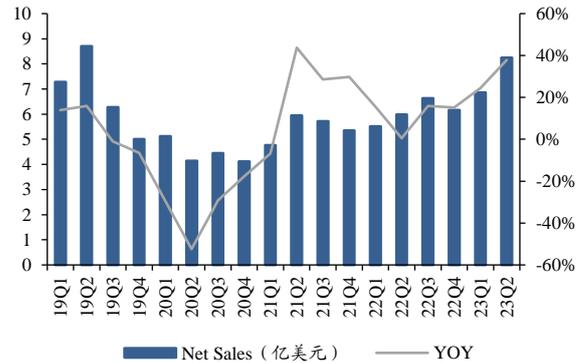
年起，在疫后供应链修复、经济刺激政策陆续出台的背景下，海外高机行业触底回暖，设备商、租赁商业绩持续增长，延续至今。2023年Q2海外高机设备龙一、龙二 Terex 和 JLG 分别实现营收 13.8 亿美元，同比增长 36%、38%，海外高机租赁商龙一联合租赁实现租金收入 30 亿美元，同比增长 30%。

图23: 2023年Q2 OshKosh 高机(JLG)营收同比+36%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 2023年Q2 Terex 高机(Genie)营收同比+38%



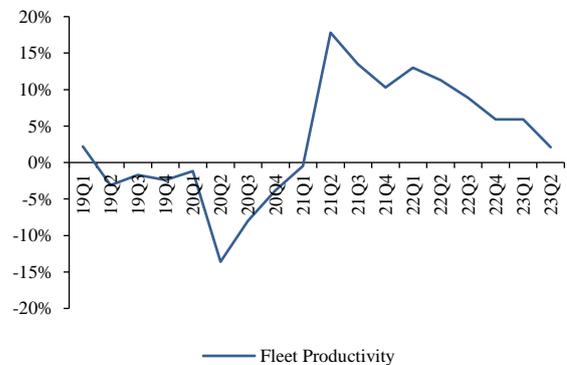
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 2023年Q2 联合租赁实现租金收入同比+30%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 2022年联合租赁车队生产率同比+2%



数据来源: 联合租赁公告, 东吴证券研究所

注: 车队生产率 (Fleet Productivity) 是衡量设备租赁率、时间利用率等的综合指标, 影响租金收入

**美洲基建刺激政策有望逐步落地, 支撑行业景气度。**2021年11月美国《基础设施与就业法案》正式生效, 计划在2022-2026年陆续投放5500亿美元用于基础设施建设, 包括道路桥梁、铁路、机场港口等。北美为高机第一大市场, 高机设备商将显著受益美国制造业回流与基建刺激政策。此外, 2023年8月巴西政府宣布启动新一轮“加速增长计划”, 拟投资约3450亿美元用于城市和住房建设、能源转型、交通等领域, 80%的资金将在2026年以前到位。政策支持下, 渠道建设完备、品牌认知度强的高机设备、租

赁龙头最为受益。

表1: 美国、巴西基建刺激政策有望持续落地

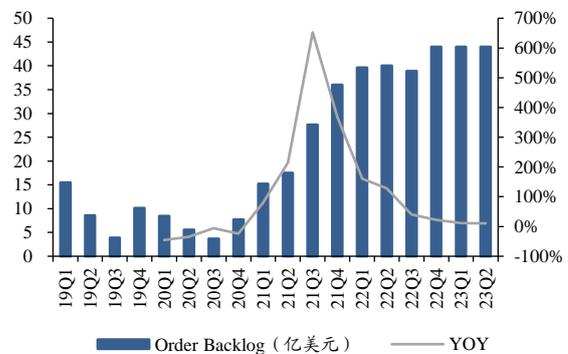
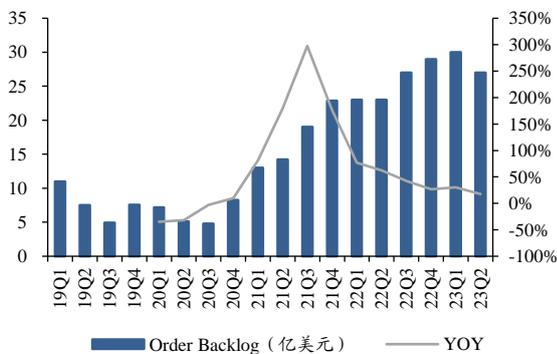
美国《基础设施投资和就业法案》投资项目及金额	
项目	金额 (亿美元)
道路和桥梁	1100
铁路	660
机场和港口	420
公共交通系统	390
电动汽车配套设施	150
道路安全	110
清洁能源转型和电力基础设施升级改造	1150
改善环境污染和改造宽带设施	1520
合计	5500
巴西《加速增长计划》投资项目及金额	
项目	金额 (亿美元)
可持续城市发展 (旨在解决民众住房问题)	1247
能源转型与安全	1104
高效和可持续交通	713
数字包容性与连通性	57
健康	63
教育	92
社会与包容性设施	5
全民用水	61
国防	108
合计	3451

数据来源:《社会科学前沿》, 商务部, 东吴证券研究所

北美高机需求旺盛, 海外龙头在手积压订单位于高位, 交付压力较大。2021 年以来 JLG、Genie 在手订单持续增长, 至今维持在历史高位, JLG 订单已排至 2024 下半年。2023 年海外龙头设备商、租赁商均有上调收入预测和发布资本开支规划, 对高机行业短中期增长充满信心: (1) 2023 年 8 月 1 日 JLG 发布公告, 把 2023 年收入指引上调 10% 至 95 亿美元, 2023 年 Q2 计划未来 2-3 年投资 1.2 亿美元以扩大产能。(2) 联合租赁在 2023 年 Q2 表示将持续扩大车队规模, 并且每年更新替换 10%-12% 的设备。

图27: 23Q2 Terex 高机 (Genie) 在手订单 27 亿美元, 同比增长 17%

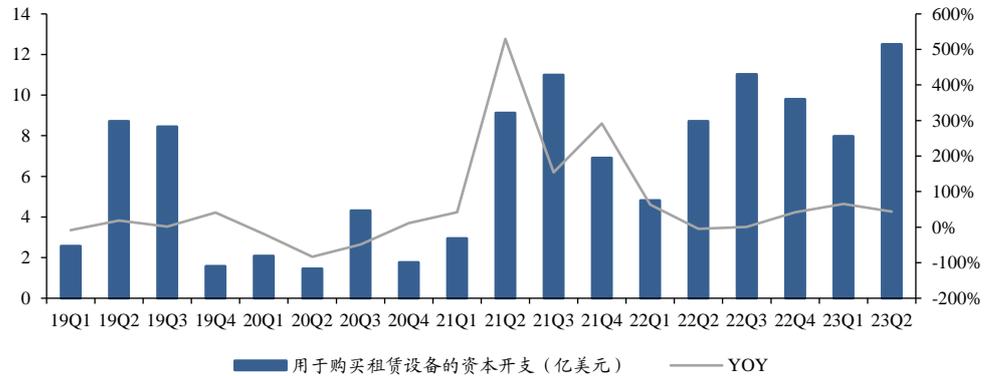
图28: 23Q2 OshKosh 高机 (JLG) 在手订单 44 亿美元, 同比增长 10%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: 23Q2 联合租赁用于购买设备的资本开支 12.5 亿美元, 同比+43%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 2.3. 国内: 受益城中村改造, 保有量仍有数倍提升空间

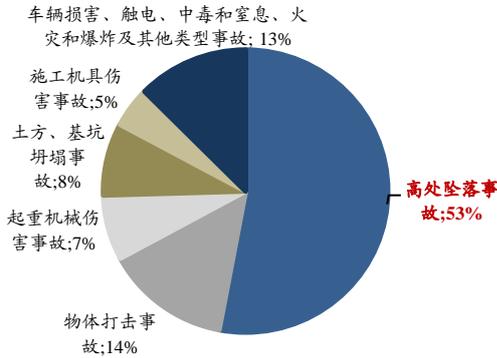
高机比手脚架等传统登高设备更安全经济, 替代需求长期存在: (1) 安全性: 2017-2021 年高处坠落占房屋市政工程总事故比重高达 53%, 高机可大幅降低事故发生率, 渗透率有望提升。(2) 经济性: 高机可缩短工作时间和用工人数, 对于施工方而言更具经济性。

表2: 高空作业平台相较于传统登高设备优势明显

	高空作业平台	传统登高设备 (脚手架、吊篮等)
应用场景	广泛, 对环境要求低	较少, 对环境要求相对较高
作业范围	大, JLG 旗下产品 1850SJ 的工作高度可达 58.56m, 最大水平延伸至 24.38m	小, 通常高度不超过 8-10m
灵活性	高, 可自行移动	低, 脚手架搭建完是固定的, 难以升高或左右延展
安全性	高, 其可减少约 80% 的高空作业危险	低, 倒塌事故频发
经济性 (以 9 盖厂房内 照明灯检修 项目为例)	安装拆卸时间	0
	检修工人数量	2 人
	检修时间	20 分钟

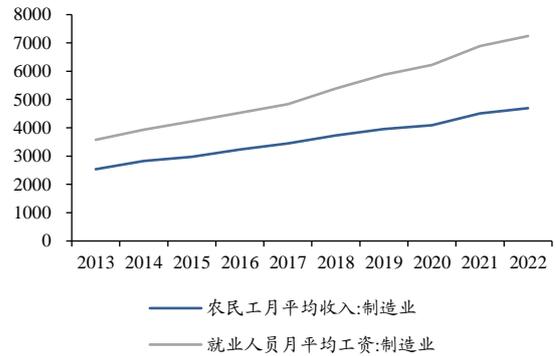
数据来源: 吉尼官网, 宏信建发招股说明书, 东吴证券研究所

图30: 2017-2021 年全国房屋市政工程安全事故中, 高处坠落事故占比达 53%



数据来源: 住建部, 慧朴咨询, 东吴证券研究所

图31: 2013-2022 年中国用工成本大幅上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

短期看, 2023 年多项城中村改造政策落地, 高机需求有望持续增长。2023 年中央与各地出台多项政策支持城中村改造, 老旧小区改造、建筑翻新刷粉、玻璃清洗均需要应用高机, 设备需求有望持续增长。

表3: 2023 年全国及各地区城中村改造政策会议梳理

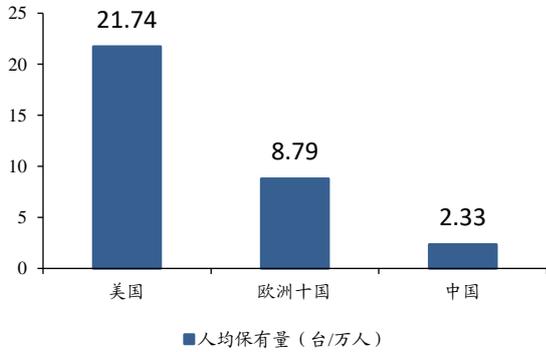
时间	政策/会议	内容
2023 年 4 月	中共中央政治局会议	在超大特大城市, 要积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设, 规划建设保障性住房。
2023 年 7 月	国务院常务会议	在超大特大城市, 要加大对城中村改造政策支持, 积极创新改造模式, 鼓励支持民间资本参与。
2023 年 7 月	中共中央政治局会议	要加大保障性住房建设和供给, 积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设, 盘活改造各类闲置房产。
2023 年 7 月	国家发展改革委	扩大保障性租赁住房供给, 稳步推进老旧小区改造, 在超大特大城市积极稳步推进城中村改造, 继续实施农村危房改造, 支持 7 度及以上设防地区农房抗震改造。
时间	地区	内容
2023 年 2 月	广州	2023 年计划推进 127 个城中村改造项目 (含 46 个续建项目, 12 个新开工项目, 69 个前期项目), 重点推进 17 个城市更新项目, 力争完成 2000 亿元城市更新固定资产投资目标。
2023 年 2 月	昆明	2023 年拟启动 44 个城中村改造, 进一步完善城市功能、激活城市活力、提升城市品质。
2023 年 3 月	青岛	2023 年计划推进 85 个城中村改造项目, 惠及居民 5.4 万户; 计划改造老旧小区 473 个, 计划完成投资 64.8 亿元, 面积约 1109 万平方米, 惠及居民 13.77 万户。
2023 年 3 月	深圳	针对城中村改造, 由政府统租后实施综合整治类更新, 并纳入其政策性住房保障体系, 计划 2023-2025 年将建设筹集保障性住房 46 万套 (间)、建筑面积超 2000 万平方米。
2023 年 4 月	上海	2023 年将新启动“城中村”改造项目 10 个, 改造老旧村民房屋不少于 130 万平方米, 受益村民不少于 4000 户。上海城中村点位近 700 个, 涉及 11 万户左右, 计划于 2032 年底全面完成城中村改造项目。

数据来源: 各政府官网, 东吴证券研究所

对标欧美, 中国高机人均保有量及渗透率仍处低位, 中长期成长潜力大。由于国内高机发展较晚, 中国高机渗透率远低于发达国家和地区。2021 年从高机人均保有量来看,

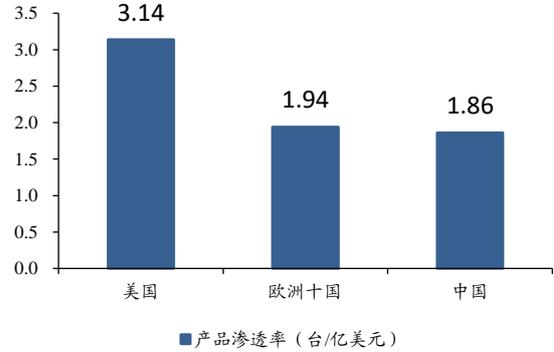
美国、欧洲十国、中国高机人均保有量分别为 22、9、2 台/万人，单位 GDP 对应高机台数分别为 3.1、1.9、1.9 台/亿美元。对标成熟市场，从渗透率来看，国内市场潜力巨大，未来至少还有 5-10 倍成长空间。

图32: 2021年中国高机人均保有量显著低于欧美



数据来源: IPAF, 中经数据, 东吴证券研究所

图33: 2021年中国高机单位GDP渗透率低于欧美



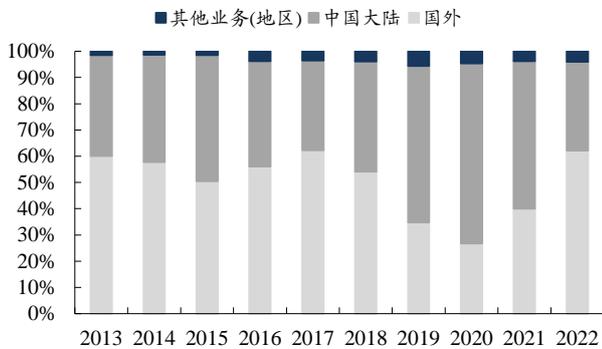
数据来源: IPAF, 华经产业研究院, 东吴证券研究所

### 3. 受益需求+产能双重周期, “臂式+电动化” 带动产品结构优化

#### 3.1. 公司海外竞争力突出, 充分受益市场高景气

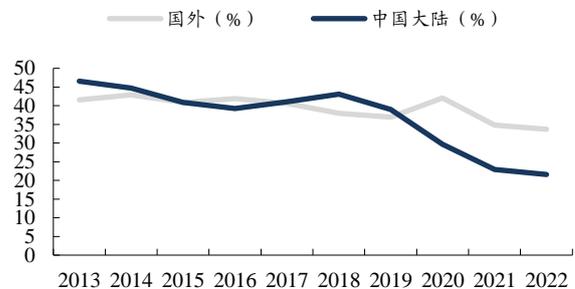
海外市场景气复苏, 公司外销占比提升, 盈利能力增强。2021年起海外市场需求复苏, 公司海外竞争力兑现, 外销占比持续提升, 2022年公司国外收入占比 58.4%, 为近5年最高。由于海外市场竞争环境较好, 利润率优于国内。2022年公司海外毛利率 33.7%, 较国内业务高 12.1pct。展望未来, 海外市场中期景气度持续, 公司高端臂式放量驱动增长, 外销增长可持续, 且盈利能力有望持续提升。

图34: 2020-2022年公司国外收入占比逐年增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图35: 2019-2022公司国外业务毛利率高于国内



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**海外并购提升品牌价值，建立子公司拓宽销售渠道。**公司 2016 年收购意大利 Magni 公司 20% 股权；2017 年收购美国 CMEC 公司 25% 股权，2020 年收购德国 TEUPEN 公司 24% 股权，通过并购打开销售渠道，助力公司产品进入当地市场。此外，公司适时建立多个海外子公司，搭建前置仓，并组建本土团队进行销售。该模式能够缩短海外客户设备交货期，加快服务响应速度，提高了客户满意度。未来在公司全球化战略引领下，海外业务有望保持快速发展，市场份额进一步提升。

**图36：公司全球业务布局**



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**“双反”实施不改行业领先地位，多点发力全面降低影响。**2021 年 3 月 19 日，美国商务部宣布对进口自中国的移动式升降作业平台和组件发起反倾销和反补贴立案调查，2022 年 2 月 16 日，调查终裁结果公布，公司适用的反倾销和反补贴税率分别为 31.54%/11.95%，均低于国内其他出口商适用税率。双反关税实施后，公司成为北美市场几乎唯一的国产高机品牌。同时公司在成本管控、开拓其他市场、加快高附加值、差异化新产品研发等方面多点发力，最大可能降低双反影响，综合实力凸显。

**表4：美国商务部对中国高空作业平台反倾销调查终裁结果**

出口商/生产商	倾销幅度	反倾销税保证金率 (调整补贴幅度后)
浙江鼎力机械股份有限公司	31.70%	31.54%
临工集团济南重机有限公司	165.30%	165.10%
获得单独税率出口商/生产商	51.83%	51.66%
中国其他出口商/生产商	165.30%	165.14%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表5: 美国商务部对中国高空作业平台反补贴调查终裁结果

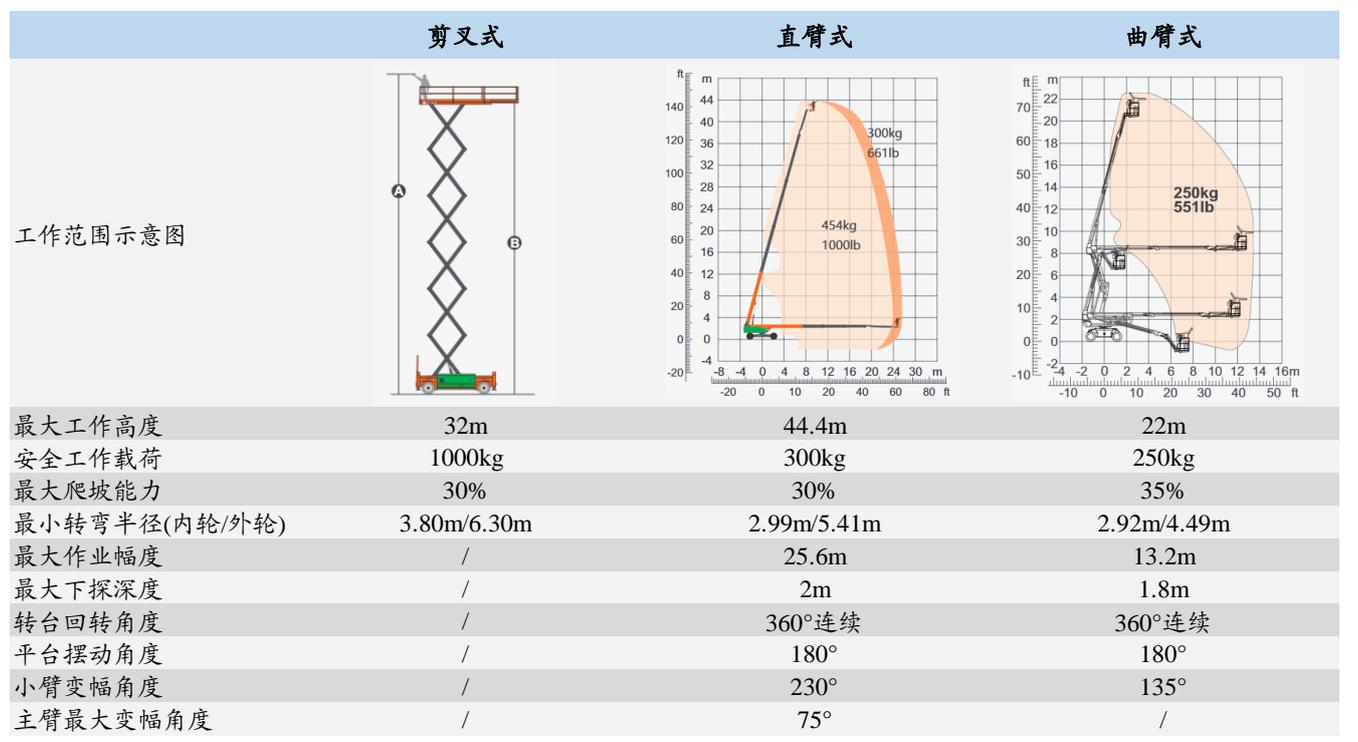
出口商/生产商	补贴率
浙江鼎力机械股份有限公司	11.95%
临工集团济南重机有限公司	18.34%
未应诉企业	448.70%
中国其他出口商/生产商	12.93%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.2. “臂式+电动化”趋势下, 产品结构向高端化转型

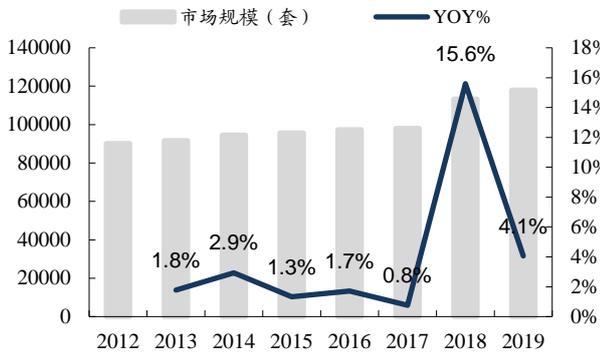
臂式产品工作灵活, 适用于多样化施工场景, 海外市场规模稳定增长。剪叉式高空作业平台是目前业内应用最为广泛的产品, 具有较高的载重能力, 整体成熟度高。臂式高空作业平台分为直臂式和曲臂式两种, 相较于剪叉式, 其载荷较低但工作场景更加灵活: 转台可 360 度回转, 转弯半径更小, 机臂部分具有 3-5 个自由度, 使其能覆盖更大的空间。

图37: 臂式产品较剪叉式应用更为灵活



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所整理

图38: 2012-2019 年欧洲十国臂式高空作业平台市场规模 CAGR 3.4%



数据来源: IPAF, 东吴证券研究所

图39: 2012-2019 年美国臂式高空作业平台市场规模 CAGR 5.1%



数据来源: IPAF, 东吴证券研究所

各国出台低碳政策，电动化需求提升。2016年《巴黎协定》签署以来，世界各国全面推进碳中和进程，陆续推出更为具体、严格的低碳政策，在多个领域部署战略或行动计划，强调减少对化石能源依赖。在汽车领域，许多国家对民用汽车和工业车辆发动机做出限制，逐步淘汰内燃机，转为以各类清洁能源为主的电驱动模式，电动化进程持续推进。

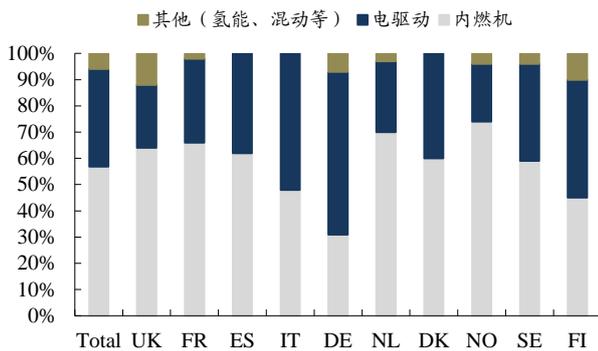
图40: 各国减碳政策梳理

国家	政策名称	重点内容
中国	《2030年前碳达峰行动方案》	非化石能源消费比重、能源利用效率提升、二氧化碳排放强度降低
欧盟	《欧洲绿色协议》	加快部署可再生能源。在发电、工业、建筑和交通领域，大规模加速推广可再生能源，能源价格将逐渐降低，减少欧盟对进口化石燃料的依赖。
美国	《清洁能源革命和环境计划》	减少破坏气候的化石燃料的生产和消费，从以化石能源为重心的经济类型转变为以清洁能源为主要动力的经济类型
英国	《绿色工业革命10项计划》	到2030年禁止销售内燃机燃油汽车，为电动汽车、充电站建设提供资金
德国	《气候行动计划2030》	实施二氧化碳排放定价，向销售汽油、柴油、天然气、煤炭等产品的企业出售排放额度
日本	《绿色增长战略》	最迟至2030年代中期，乘用车新车销售市场将禁售传统燃油汽车，新车须全部转型为纯电动汽车或混合动力车等新能源汽车

数据来源: 各政府官网, 东吴证券研究所

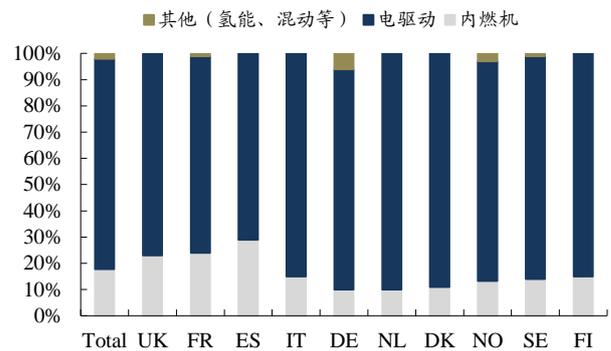
欧美剪叉式基本实现电动化，臂式电动化率仍有较大提升空间。在欧洲十国和美国，剪叉式高空作业平台应用时间长，已基本完成了电动化转型，2019 年欧洲十国/美国的电动化率分别达到 81%/91%。臂式高空作业平台电动化率则相对较低，2019 年欧洲十国/美国的电动化率仅为 38%/18%，一方面由于臂式产品仍处于研发推广阶段，电动更新尚未完全同步；一方面则是臂式产品使用场景更加广泛，现场充电基础设施不足难以提供工作续航。随着充电、蓄电技术的发展，臂式产品电动化比例将继续提升。

图41：2019 年欧洲十国臂式高空作业平台电动化率



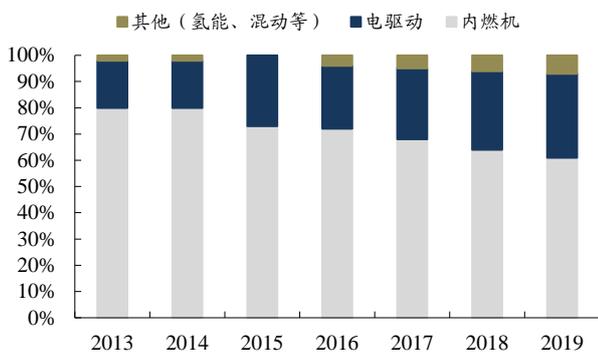
数据来源：IPAF，东吴证券研究所

图42：2019 年欧洲十国剪叉式高空作业平台电动化率



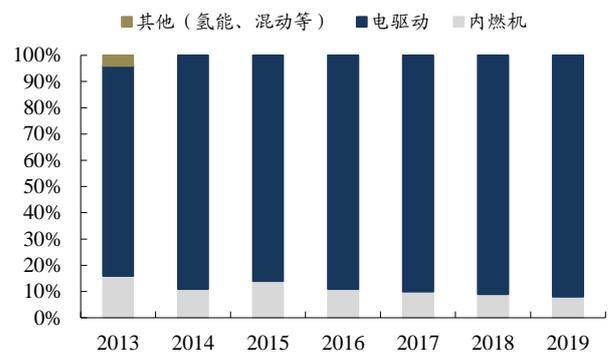
数据来源：IPAF，东吴证券研究所

图43：2013-2019 年美国臂式高空作业平台电动化率



数据来源：IPAF，东吴证券研究所

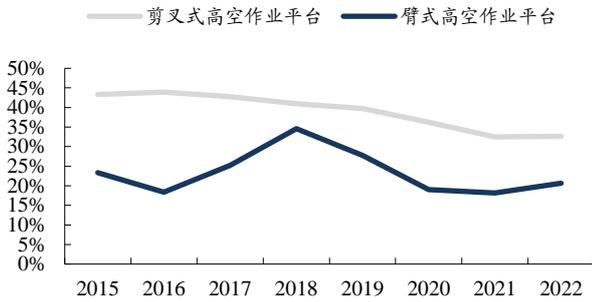
图44：2013-2019 年美国剪叉式高空作业平台电动化率



数据来源：IPAF，东吴证券研究所

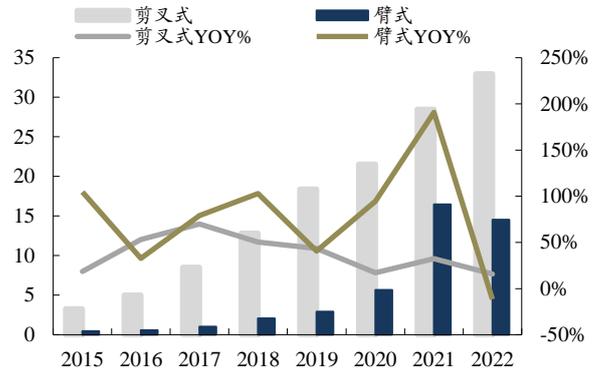
高端、电动化臂式产品待放量，公司产品结构仍有优化空间。截至 2022 年末，公司产品仍以剪叉式为主，臂式产品仍处于研发推广阶段，销量及收入占比较低，毛利率表现也差于剪叉式产品。

图45: 2015-2022 年公司臂式产品毛利率低于剪叉式



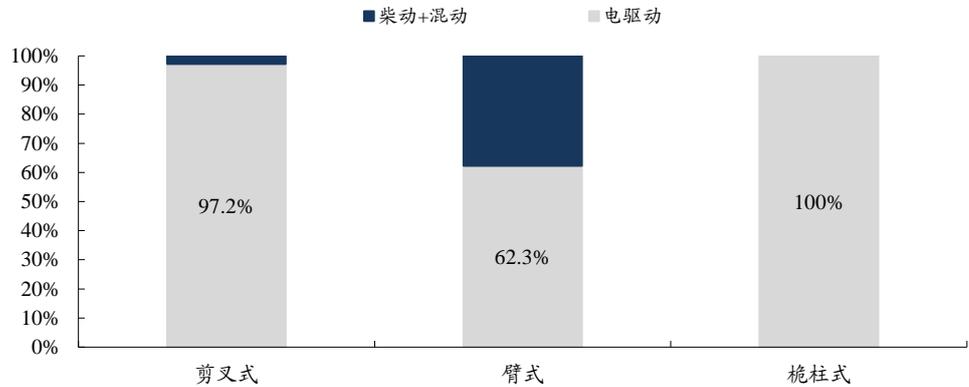
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图46: 2015-2022 年公司臂式产品收入快速增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图47: 2022 年公司臂式产品电动化率还有提升空间



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.3. 扩产加码高端臂式产品, “臂式+电动化” 带动产品结构优化

定增扩产高端臂式产品, “臂式+电动化” 带动产品结构优化。2021 年 12 月 31 日, 公司发布公告, 定增项目共募集资金 15 亿元, 用于建设年产 4,000 台大型智能高位高空作业平台建设基地。扩产计划包含 4 类高空平台, 其中臂式产品占 3 类, 具有高米数、大载重、绝缘臂性能和电驱动特点。公司新产能有望于 2024 年逐步投产, 主要扩张点在于臂式, 未来臂式产品放量有望成为成长一大看点。

表6: 公司定增项目主要内容

序号	产品名称	单位	产能
1	智能高位电动臂式高空平台 (36 米-50 米)	台	1500
2	车载式绝缘臂高空作业车	台	1000
3	智能高位电动剪叉高空平台 (33 米-36 米)	台	1000
4	蜘蛛式绝缘臂高空作业车	台	500

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资评级

### 4.1. 盈利预测

**核心假设与盈利预测：**高空作业平台相较脚手架等传统登高设备，替代优势明显，国内市场受益城中村改造等政策拉动，同时国产品牌出海加速，持续受益海外市场高景气 and 电动化转型。公司作为高机龙头，海外渠道建设完备，高端臂式产品有望随定增扩产放量，带动利润中枢上移，业绩有望稳步增长。我们预计公司 2023-2025 年高机板块收入分别为 60/72/87 亿元，同比增长 15%/20%/20%，销售毛利率随产品结构优化有所提升，分别为 33.1%/35.5%/35.4%。

表7: 浙江鼎力 2021-2025E 收入拆分表

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
高机	4,755	5,228	6,017	7,229	8,668
YOY	69%	10%	15%	20%	20%
毛利率	28%	29%	31%	34%	34%
剪叉式	2847	3295	3303	3580	3879
YOY	32%	16%	0%	8%	8%
毛利率	32%	33%	33%	33%	32%
臂式	1646	1454	2212	3097	4181
YOY	191%	-12%	52%	40%	35%
毛利率	18%	21%	28%	35%	35%
桅柱式	263	479	502	553	608
YOY	154%	82%	5%	10%	20%
毛利率	38%	34%	35%	36%	36%
其他业务	184	217	261	313	375
YOY	37%	18%	20%	20%	20%
毛利率	68%	70%	75%	75%	75%
营业总收入	4,939	5,445	6,278	7,542	9,043
YOY	67%	10%	15%	20%	20%
归母净利润	884	1,257	1,509	1,796	2,160
YOY	33%	42%	20%	19%	20%
销售毛利率	29.3%	31.0%	33.1%	35.5%	35.4%
归母净利润率	17.9%	23.1%	24.0%	23.8%	23.9%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

综合以上分析，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15/18/22 亿元，同比增长 20%/19%/20%。

## 4.2. 可比估值

可比公司选取国内主要工程机械主机厂，包括三一重工、安徽合力、杭叉集团、中联重科、恒立液压、徐工机械。公司为全球高机龙头，品牌护城河深、技术竞争实力强劲，持续受益海外市场高景气、高端臂式放量优化业务结构，我们看好公司成长性，维持“买入”评级。

表8: 可比公司估值表

2023/8/22		货币单位	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
代码	公司			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600031.SH	三一重工	人民币	1331	43	68	94	130	31	20	14	10
600761.SH	安徽合力	人民币	150	9	13	15	18	17	12	10	8
603298.SH	杭叉集团	人民币	217	10	14	17	20	22	15	13	11
000157.SZ	中联重科	人民币	501	23	35	45	57	22	14	11	9
601100.SH	恒立液压	人民币	871	23	27	32	41	37	32	28	21
000425.SZ	徐工机械	人民币	740	43	68	86	119	17	11	9	6
平均								24	17	14	11
<b>603338.SH</b>	<b>浙江鼎力</b>	<b>人民币</b>	<b>257</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>12</b>

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (安徽合力为 Wind 一致预测, 其余为东吴预测)

## 5. 风险提示

**市场竞争加剧风险。**高空作业平台行业处于机遇期, 多家工程机械主机厂进入行业, 头部高机制造商加快出海, 未来竞争格局可能会恶化。面对国内外企业的激烈竞争, 公司必须在优势产品上持续保持核心竞争力, 并及时调整产品结构和营销策略, 否则有市场份额下降的风险。

**贸易摩擦风险。**近年来全球地缘政治风险加剧, 且国际贸易摩擦不断。高空作业机械产品可能被美国调查并加征税费。未来如地缘政治与贸易摩擦风险进一步释放, 中国高空作业机械产品销售受限的海外区域或将进一步扩大。

**海外宏观经济波动风险。**高空作业平台产品下游应用广泛, 主要应用于大型工程建设领域以及其他非建筑领域。全球政治经济形势复杂多变, 国内外新冠疫情不断出现反弹、多次爆发, 在一定程度上影响到全球供应链、交通运输及物流等。若海外宏观经济波动, 需求景气度不及预期, 不利于公司经营稳定性。

**汇率波动风险。**公司国际化发展步伐加快, 产品海外市场销售规模逐年提升, 业绩受汇率波动的影响越来越大。若未来汇率出现明显波动, 公司未提前采取锁汇等措施控制风险, 业绩波动性将明显增强。

## 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>8,821</b>	<b>9,798</b>	<b>12,983</b>	<b>14,526</b>	<b>营业总收入</b>	<b>5,445</b>	<b>6,278</b>	<b>7,542</b>	<b>9,043</b>
货币资金及交易性金融资产	3,802	6,146	6,229	9,321	营业成本(含金融类)	3,755	4,197	4,861	5,838
经营性应收款项	2,094	1,346	3,313	2,270	税金及附加	12	20	24	28
存货	1,795	1,344	2,534	2,123	销售费用	158	176	204	235
合同资产	0	0	0	0	管理费用	123	144	173	208
其他流动资产	1,130	963	908	812	研发费用	202	239	287	344
<b>非流动资产</b>	<b>2,980</b>	<b>3,465</b>	<b>3,848</b>	<b>4,419</b>	财务费用	(233)	(188)	0	0
长期股权投资	121	132	133	146	加:其他收益	35	41	47	57
固定资产及使用权资产	951	1,382	1,624	1,891	投资净收益	49	51	61	74
在建工程	461	289	237	292	公允价值变动	(25)	0	0	0
无形资产	396	482	601	764	减值损失	(26)	(30)	(20)	(15)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	3	4	4	<b>营业利润</b>	<b>1,460</b>	<b>1,752</b>	<b>2,081</b>	<b>2,506</b>
其他非流动资产	1,049	1,177	1,250	1,322	营业外净收支	0	(1)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>11,802</b>	<b>13,263</b>	<b>16,831</b>	<b>18,945</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,460</b>	<b>1,751</b>	<b>2,081</b>	<b>2,505</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,753</b>	<b>3,394</b>	<b>4,966</b>	<b>4,781</b>	减:所得税	203	242	285	345
短期借款及一年内到期的非流动负债	777	767	767	767	<b>净利润</b>	<b>1,257</b>	<b>1,509</b>	<b>1,796</b>	<b>2,160</b>
经营性应付款项	2,381	1,900	3,329	2,951	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	29	68	58	70	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,257</b>	<b>1,509</b>	<b>1,796</b>	<b>2,160</b>
其他流动负债	566	658	811	992	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.48	2.98	3.55	4.27
非流动负债	984	1,294	1,495	1,634	EBIT	1,203	1,573	2,060	2,462
长期借款	740	1,050	1,250	1,390	EBITDA	1,308	1,737	2,258	2,705
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.04	33.14	35.54	35.44
租赁负债	2	2	3	2	归母净利率(%)	23.09	24.04	23.81	23.88
其他非流动负债	242	242	242	242	收入增长率(%)	10.24	15.30	20.13	19.90
<b>负债合计</b>	<b>4,737</b>	<b>4,688</b>	<b>6,461</b>	<b>6,415</b>	归母净利润增长率(%)	42.15	20.06	18.98	20.25
归属母公司股东权益	7,065	8,575	10,371	12,530					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,065</b>	<b>8,575</b>	<b>10,371</b>	<b>12,530</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,802</b>	<b>13,263</b>	<b>16,831</b>	<b>18,945</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	937	2,693	463	3,764	每股净资产(元)	13.95	16.93	20.48	24.75
投资活动现金流	(1,222)	(588)	(645)	(865)	最新发行在外股份(百万股)	506	506	506	506
筹资活动现金流	45	264	163	91	ROIC(%)	13.17	14.29	15.61	15.68
现金净增加额	11	2,368	(19)	2,990	ROE-摊薄(%)	17.79	17.60	17.32	17.24
折旧和摊销	105	164	198	242	资产负债率(%)	40.13	35.35	38.38	33.86
资本开支	(820)	(510)	(508)	(728)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.83	16.52	13.88	11.55
营运资本变动	(175)	975	(1,569)	1,331	P/B(现价)	3.53	2.91	2.40	1.99

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>