



买入（首次）

所属行业：机械设备/工程机械
当前价格(元)：49.48

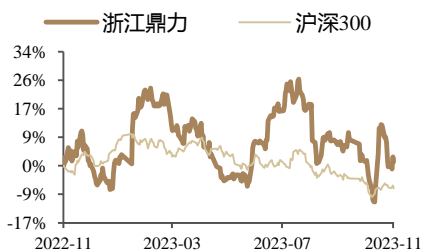
证券分析师

俞能飞

资格编号：S0120522120003

邮箱：yunf@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.54	-4.81	-14.39
相对涨幅(%)	1.94	-1.13	-7.27

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

浙江鼎力：国内高机龙头，进击海外期待臂式放量

投资要点

- 浙江鼎力：高空作业平台龙头企业，全球市场排名第五。** 公司是国内高空作业平台龙头，产品种类齐全，全系列产品均实现电动化，2022年已位列全球高机制造企业第五名。近年来，公司海外布局收效显著，产品型谱全面完善，全球市场竞争力不断提升。公司2018-2022年营收CAGR为33.63%；2023Q1-Q3营收达47.42亿元，同比+13.77%。公司2018-2022年归母净利润CAGR为27.19%；2023Q1-Q3归母净利润为12.94亿元，同比+47.58%，臂式推广效果显著，市场认可度提升。
- 海内外需求共振，替换需求与新增需求并存。** 高空作业平台需求增长稳定，政策刺激下新增需求逐步释放。一方面，由于高空作业平台应用领域广泛，非建筑领域占比提升，相较于传统工程机械，周期性特征相对较弱；另一方面，海内外更新需求与新增需求并存：**海外来看**，欧美高机市场成熟，租赁商主导的市场决定了高机更替的计划性和稳定性。2022年，受益于美国基建政策与经济复苏，美国高机替换需求与新增需求并存，实现了高基数下的高增长率。“一带一路”沿途多个国家颁布了基建相关的政策，城市基建项目有助于拉动高机需求。**国内来看**，国内市场起步较晚，保有量增长潜力大，2021年中国人均万人保有量为2.33台，仅约为欧洲的1/4，仅为美国的约1/10。随着安全意识提高，以及国家对工程机械行业高水平发展转型的重视，国内高空作业平台市场有望快速发展。
- 迈向高端布局高米数平台，模块化设计打造独特产品力。** **产品结构来看**，臂式平台占比近年来增长迅速。2018-2022年臂式高空作业平台营业收入占比由12.13%提升至26.70%。公司投入22亿用于第五期厂房项目建设，拓展高米数平台，大力发展臂式平台，持续优化产品结构。**产品力来看**，全球唯一横、纵模块化设计机型，且全臂式85%部件通用，二次成本投入极低，且具有业内唯一三年臂式质保。**公司积极应对美国双反影响，彰显信心。**双反最终裁决43%税率，为国内同行中最低税率，扣除税率后仍然有盈利空间，而国内同行在美国市场销售门槛大幅提高，双反一定程度上出清了美国市场低价竞争的企业。
- 盈利预测与投资建议：**公司已经成为全球高空作业平台领先制造商，技术实力强劲，产品结构持续优化，受益于海外市场高景气，品牌在海外的认可度不断提升。预计公司2023-2025年归母净利润为16.02亿元、19.07亿元、23.02亿元，对应PE 16、13、11倍。参考可比公司平均估值，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**产能扩张不及预期；行业竞争加剧风险；国际贸易风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	506.35		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	506.35	营业收入(百万元)	4,939	5,445	6,065	7,472	8,800
52 周内股价区间(元):	43.58-61.65	(+/-)YOY(%)	67.1%	10.2%	11.4%	23.2%	17.8%
总市值(百万元):	25,054.09	净利润(百万元)	884	1,257	1,602	1,907	2,302
总资产(百万元):	13,859.74	(+/-)YOY(%)	33.2%	42.1%	27.4%	19.1%	20.7%
每股净资产(元):	16.01	全面摊薄 EPS(元)	1.75	2.48	3.16	3.77	4.55
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	29.3%	31.0%	34.4%	35.2%	36.7%
		净资产收益率(%)	14.8%	17.8%	18.9%	18.4%	18.2%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 浙江鼎力：高空作业平台龙头企业，全球市场排名第五	5
1.1. 研发专利加持，全球实力强劲	5
1.2. 2023Q3 业绩表现亮眼，销售毛利率回升显著	7
2. 海内外需求共振，替换需求与新增需求并存	10
2.1. 高空作业平台下游应用广泛，对比工程机械保持相对韧性	10
2.2. 海外：欧美更新替换需求稳定，北美+“一带一路”国家基建政策有望刺激新增需求 13	
2.3. 国内：安全意识提高，保有量增长潜力大	16
3. 迈向高端布局高米数平台，模块化设计打造独特产品力	21
3.1. 产品结构持续优化，扩大高端产品市场份额	21
3.2. 模块化设计+全系列电动化打造独特产品优势	23
3.3. 不惧美国“双反”压力，积极应对彰显信心	24
4. 盈利预测与相对估值	25
4.1. 盈利预测	25
4.2. 相对估值	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 浙江鼎力股权结构	6
图 3: 2023Q1-Q3 营业收入 47.42 亿元, 同比+13.77%	8
图 4: 2023Q1-Q3 归母净利润 12.94 亿元, 同比+47.58%	8
图 5: 2021 年之后盈利能力回升明显	8
图 6: 公司 2023Q1-Q3 期间费用率略有抬升	8
图 7: 分产品毛利率	9
图 8: 各产品利润占总体比例	9
图 9: 境内外营业收入占比, 2021 年境外营业收入占比上升	9
图 10: 分区域毛利率, 2020 年境外毛利率反超国内	9
图 11: 高空作业机械的分类	10
图 12: 高空作业平台产品的优势	11
图 13: 高空作业平台应用实例	11
图 14: 营收增速来看, 高机相对独立于传统工程机械周期	12
图 15: 高空作业平台产业链	12
图 16: 2022 年全球高空作业平台租赁市场保有量 (单位: 台), 美国市场需求强劲	13
图 17: 美国高空作业平台租赁市场收入及增速	14
图 18: 美国高空作业平台租赁市场保有量及增速	14
图 19: 2021 年美国高空作业平台租赁设备平均服役年限 5 年 2 个月	14
图 20: 欧洲十国高空作业平台租赁市场收入及增速	14
图 21: 欧洲十国高空作业平台租赁市场保有量及增速	14
图 22: 2021 年欧洲十国高空作业平台租赁设备平均服役年限 9 年 4 个月	15
图 23: Oshkosh 2023Q2 收入 24.13 亿美元, 同比+16.8%	16
图 24: Terex 2023Q2 收入 14.03 亿美元, 同比+30.27%	16
图 25: Oshkosh 2023Q2 毛利率 17.59%, 同比+5.97pct	16
图 26: Terex 2023Q2 毛利率 24.44%, 同比+4.67pct	16
图 27: 中国高空作业平台租赁市场保有量及增速	17
图 28: 中国人均保有量较低 (单位: 台/万人)	17
图 29: 臂式高空作业平台保有量占比约 27%	17
图 30: 中国高空作业平台租赁市场收入	17
图 31: 国内高空作业平台销量	17
图 32: 2023 年 7 月高空作业平台出租率环比+1.9%, 同比+3.1%	18

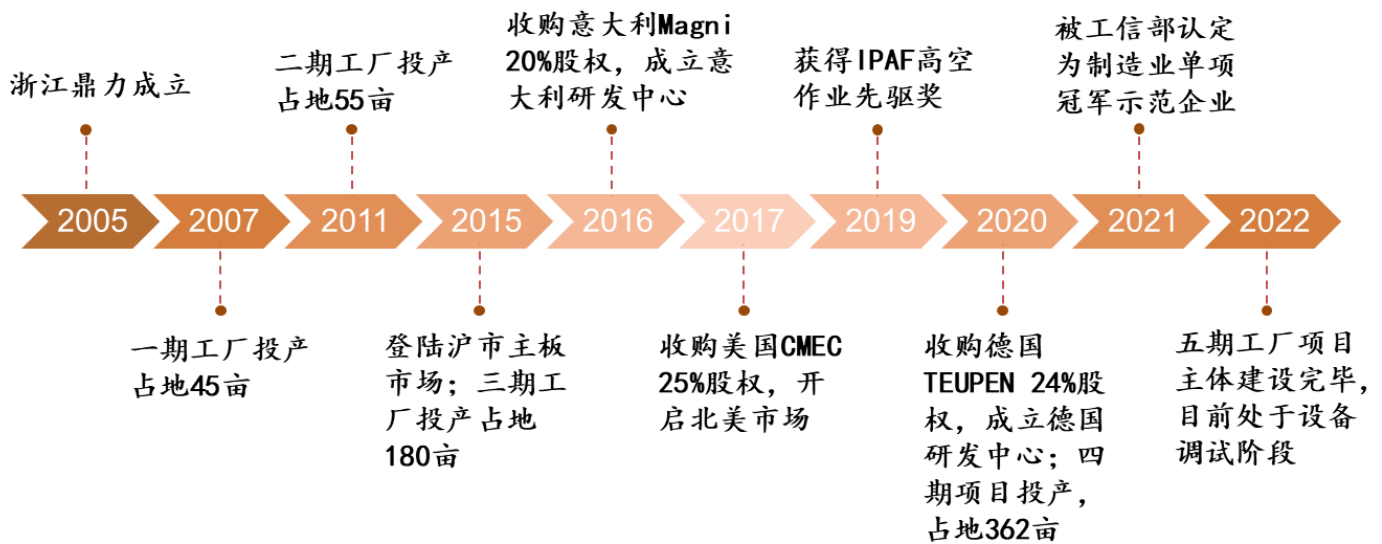
图 33: 2023 年 7 月高空作业平台租金价格指数环比-0.6%，同比-10.9%。	18
图 34: 2021 年全国房屋市政工程生产安全事故，高空坠落不可忽视	19
图 35: 国内建筑业稳定增长，促进高空作业平台需求同步提升	19
图 36: 分产品营业收入占比	21
图 37: 2022 年剪叉式营业收入 32.9 亿元，同比+15.7%	21
图 38: 臂式产品营业收入，2022 年营业收入达 14.5 亿元	21
图 39: 臂式量产规模效益初显，未来毛利率有望继续抬升	22
图 40: 2022 年公司臂式产销率 80.55% (单位: 台)	23
图 41: 2022 年公司剪叉产销率 92.4% (单位: 台)	23
表 1: 浙江鼎力对外投资，海外研发中心助力国际化发展	6
表 2: 2022 全球高空作业平台制造企业前十名，鼎力位列第五	6
表 3: 公司产品矩阵	7
表 4: 行业采用租赁模式的主要原因	13
表 5: 美国基建法案具体内容	15
表 6: “一带一路”沿途国家基建相关法规	15
表 7: 高空作业平台与传统登高作业设备优缺点对比	18
表 8: 国内高空作业平台和基建政策，促进高空作业平台行业高质量发展	19
表 9: 五期厂房产品方案	22
表 10: 模块化臂式型谱 (部分)	23
表 11: 电动臂式高空作业平台经济性测算	24
表 12: 反补贴调查终裁结果	24
表 13: 反倾销调查终裁结果	24
表 14: 分业务收入及毛利率	25
表 15: 可比公司估值 (股价数据截至 2023 年 11 月 15 日收盘)	26

1. 浙江鼎力：高空作业平台龙头企业，全球市场排名第五

1.1. 研发专利加持，全球实力强劲

浙江鼎力机械股份有限公司始建于 2005 年，是智能高空作业平台研发、生产、销售和服务的高端设备制造企业。公司是全球高空作业平台前五制造商、国内行业龙头。公司 2015 年成功上市沪市 A 股。现公司海外建有美国、德国、意大利研发中心，国内建有企业研究院，获有专利 250 余项，研发实力强劲。公司主要产品涵盖臂式、剪叉式和桅柱式高空作业平台 200 余款，全系列产品均已实现电动化。公司自成立以来不断扩大产能，未来将持续深耕研发、生产、智造工艺，践行“非道路移动机械电动化新时代”战略，引领行业向更高水平发展。

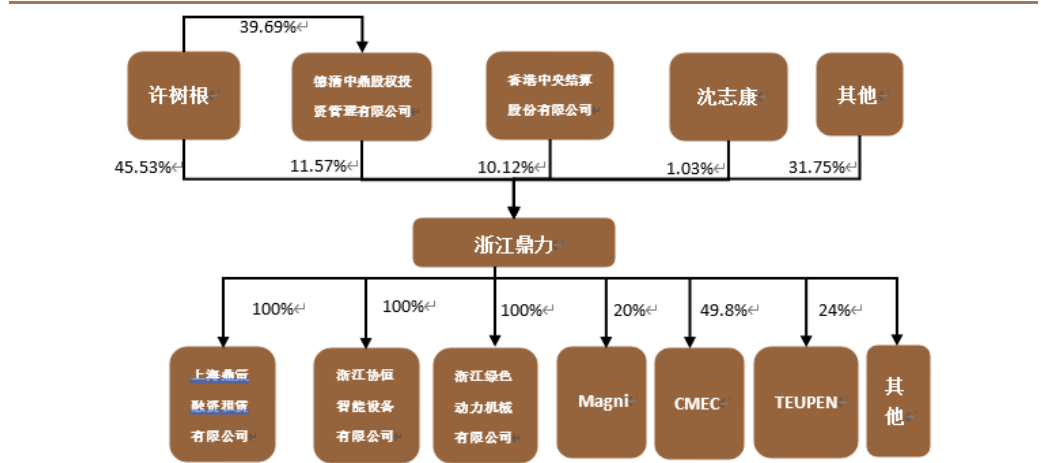
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，界面新闻，德邦研究所

截至 2023 第三季度，公司实控人许树根实际持股 50.12%，其中，直接持股 45.53%，通过德清中鼎股权投资管理有限公司间接持股 4.59%，股权结构稳定。截至公司 2023 半年报，公司名下全资子公司有上海鼎策融资租赁有限公司、浙江协恒智能设备有限公司、浙江绿色动力机械有限公司等，同时持股意大利 Magni 20%股份，美国 CMEC 49.8%股份（截至 10.30）以及德国 TEUPEN 24%。

图 2：浙江鼎力股权结构



资料来源：公司 2023 三季报，公司 2023 半年报，《浙江鼎力:关于收购境外公司股权的公告》，德邦研究所，注：股东持股信息来源 23 三季报，参控股公司信息来源 23 半年报，持股 CEMC 比例信息来源《浙江鼎力:关于收购境外公司股权的公告》

公司积极布局海外市场，前后收购意大利 Magni、美国 CMEC、德国 TEUPEN 公司股份。公司于 2016 年，以 14,375,000 欧元的价格收购了意大利 Magni 公司 20% 的股份，并与其合作成立鼎力欧洲研发中心，该研发中心推动了鼎力研发全球化的进程。2017 年公司以 2000 万美元的价格购买了 CMEC 发行的股份 625,000 份，交易完成后持有其 25% 股份，截至 10 月 30 日公告，公司已持有 CEMC 49.8% 股权，拟进一步收购 CMEC 公司 50.2% 股权。交易完成后，公司将持有 CMEC 公司 100% 股权。2020 年 8 月 13 日，公司与 Maschinenbau und Service Holding GmbH 签署了《股份购买协议》，收购了德国 TEUPEN 公司 24% 股份，并与其成立了鼎力欧洲研发中心（德国），进一步提升了品牌的国际影响力，更好地保持了公司在全球高空作业平台行业发展领先地位。

表 1：浙江鼎力对外投资，海外研发中心助力国际化发展

公司名称	投资时间	持有股份	公司简介	投资影响
Magni	2016.01.25	20%	意大利的知名智能伸缩臂高位叉装车制造商，集研发、生产、销售为一体	成立鼎力欧洲研发中心；有利于公司向研发全球化方向发展，提升公司技术研发水平
CMEC	2017.12.01	25%	公司专注于设计、生产及销售高空作业平台、工业级直臂产品及相关目的的业务活动，业务覆盖美国及欧洲地区	本次投资旨在完善海外市场布局，符合公司发展需求和长期战略规划
TEUPEN	2020.08.13	24%	公司是全球系列最全、覆盖范围最广、载重最大的蜘蛛式高空作业平台供应商，集专业设计、研发、制造和销售于一体	设立了鼎力欧洲研发中心（德国），将共同研发高米数、大载重、拥有绝缘臂性能的臂式高空作业平台

资料来源：公司公告，Choice，德邦研究所

2022 年浙江鼎力位列全球高空作业平台制造企业第五名，全球市场竞争力不断提升。在《Access International》2022 年发布的全球高空作业平台制造企业榜单中，浙江鼎力、徐工机械等多家国内企业强势入围全球前十，其中浙江鼎力连续两年入围全球前五，国际地位领先。

表 2：2022 全球高空作业平台制造企业前十名，鼎力位列第五

排名	企业名称	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	2401.7	2102.9	14.20
2	Terex AWP	1801.1	1579.5	14.00
3	徐工机械	1058	753.3	40.40

4	Skyjack	906.2	788	15.00
5	浙江鼎力	871.3	799.1	9.00
6	Haulotte	790	646.5	22.20
7	中联重科	735.4	536.1	37.00
8	Time Manufacturing	725	610	20.50
9	临工重机	673.2	628.4	7.20
10	Aichi Corporation	591.9	526.8	12.40

资料来源: Access International, 高空机械工程公众号, 德邦研究所

企业所生产的高空作业平台产品种类齐全, 全系列产品均已实现电动化。主要产品涵盖臂式、剪叉式和桅柱式三大系列共 200 多款规格。臂式系列包含直臂式和曲臂式两类, 全系列包含电动、混动、柴动三种动力源, 最大工作高度达 44 米, 最大荷载 454kg; 剪叉式系列最大工作高度达 32 米, 最大荷载 1000kg; 桅柱式系列包括桅柱式高空作业平台及高空取料平台产品。公司产品主要应用于工业领域、商业领域和建筑领域, 覆盖建筑工程、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。

表 3: 公司产品矩阵

产品名称	驱动类型	细分类型	最高工作高度	最大载重	应用场景	产品示意图
臂式高空作业平台	电动	直臂式	44.44 米	454kg	可跨越障碍进行高空作业, 结构紧凑, 可灵活转向, 底盘宽度可保证设备进入狭窄区域作业。适用于大型石化、大型场馆、大型商场、高铁高架等建设中钢结构的安装。	
		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	32.00 米	1000kg	宽大的工作平台和较高的承载能力, 使其高空作业范围更大, 适合多人同时作业, 应用面广, 可用于高空消防安装、通风安装、厂房吊顶等场景。	
		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	14.00 米	300kg	桅柱式产品为纯电动无污染, 结构轻巧, 方便运输, 适用于餐厅、机场、超市等场所。	
		桅柱式				
差异化高空作业平台	电动	玻璃吸盘车	20.30 米	1350kg	多维度地满足客户差异化需求	
		高空取料机				
		拣选机				
	柴动	玻璃吸盘车				
		轨道高空车				
		桥式平台				

资料来源: 公司官网, 德邦研究所

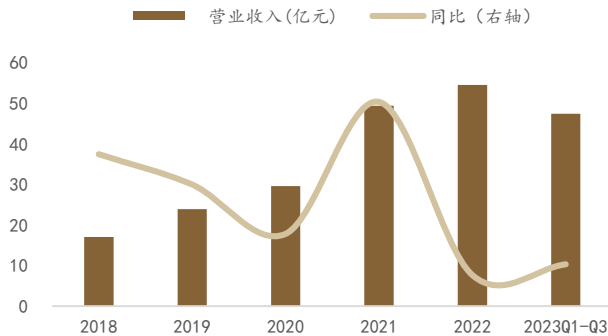
1.2. 2023Q3 业绩表现亮眼, 销售毛利率回升显著

公司 2018-2022 年营收 CAGR 为 33.63%。公司自 2018 年以来营业收入持续攀升, 在 2020 年上升速度加快, 主要系 2020 年臂式产品募投项目完工投产, 企业产能提升, 营业收入上升。2022 年全年营业收入 54.45 亿元, 同比+10.24%; 2023Q1-Q3 营收达 47.42 亿元, 同比+13.77%, 超出 2020 年全年水平。

公司 2018-2022 年归母净利润 CAGR 为 27.19%, 2023 年前三季度业绩表现亮眼。公司归母净利润稳定增长中略有波动, 2022 年公司归母净利润为 12.57 亿元, 同比+42.15%; 2023Q1-Q3 归母净利润为 12.94 亿元, 同比+47.58%,

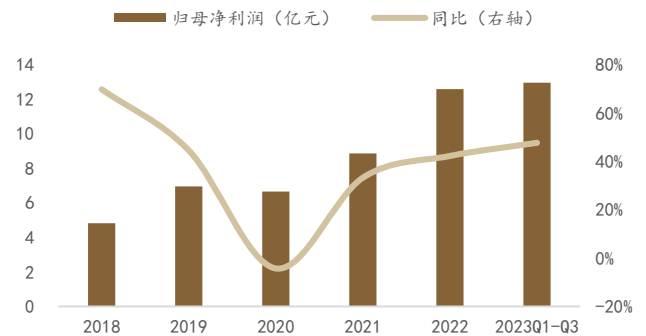
绝对值已超过 2022 全年水平。2023Q3 单季度，公司实现业绩 4.62 亿元，同比 +52.72%，三季度业绩大幅增长，主要系公司积极开拓国内外市场，新品推广得到市场认可，臂式产品销售收入增速较快所致。

图 3：2023Q1-Q3 营业收入 47.42 亿元，同比+13.77%



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 4：2023Q1-Q3 归母净利润 12.94 亿元，同比+47.58%

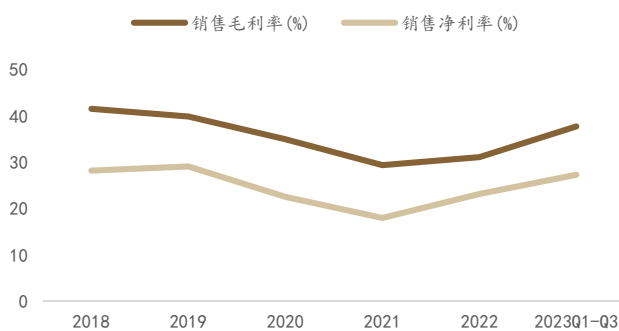


资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

21 年后公司毛利率呈现上升趋势，2023Q1-Q3 公司综合毛利率/净利率分别为同比+8.42pct/6.25pct。公司在 2018-2021 年期间毛利率与净利率有所下降，在 2021 年综合毛利为 29.34%，净利率为 17.91%，主要系产品销售结构调整，臂式产品占比提升 14.57%，臂式产品毛利为 18.16%，低于剪叉毛利率，加之原材料成本大幅度上涨，成本增加。2023Q1-Q3 公司综合毛利率/净利率分别为 37.67%/27.28%，同比+8.42pct/+6.25pct。

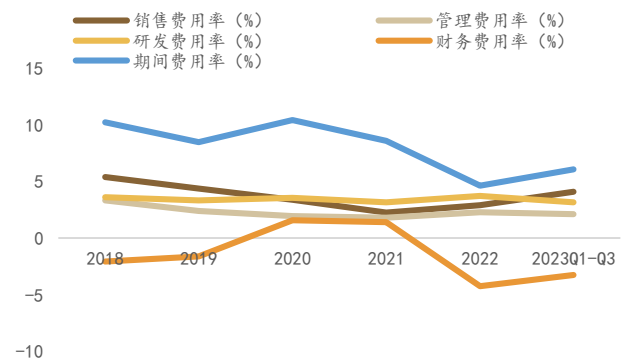
公司控费能力较强，2018-2022 年期间费用率整体有所下降。2023Q1-Q3 期间费用率为 6.07%，同比+0.97pct，略有抬升，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.08%/2.11%/3.14%/-3.26%，同比 +1.15pct/-0.35pct/-0.45pct/+0.62pct。

图 5：2021 年之后盈利能力回升明显



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

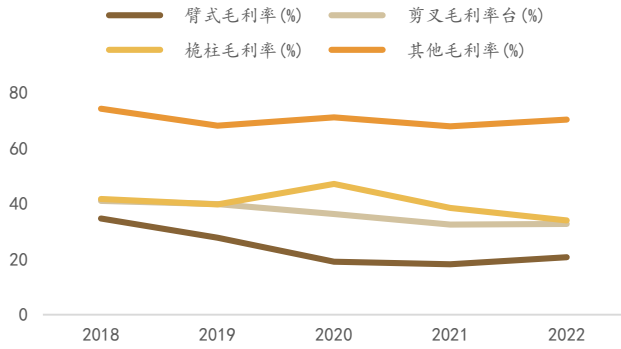
图 6：公司 2023Q1-Q3 期间费用率略有抬升



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

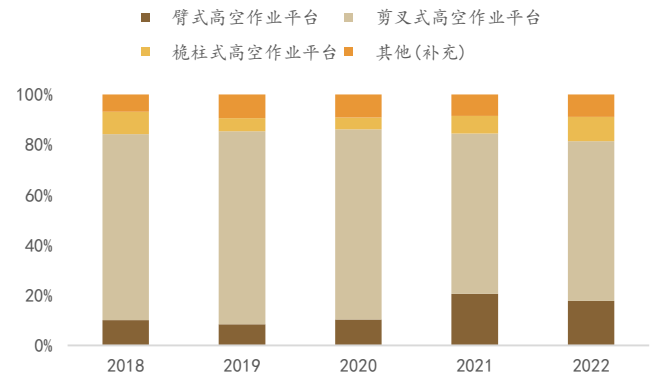
从产品毛利率角度来看，臂式毛利率呈现上升趋势。2020 年 8 月，臂式募投项目开始投入使用，新产能处于爬坡、磨合阶段，规模效应尚未体现，成本仍需优化，叠加推广期价格折让因素，臂式毛利率有所下滑。21 年原材料价格上涨、全球海运费提升，毛利率承压。22 年臂式电动款比例提升，规模效应逐步显现，叠加原材料成本下降及海运费回落等因素，臂式毛利率抬升。23 年前三季度，臂式市场认可度提升，销售收入增速较快，毛利率有望持续提升。

图 7: 分产品毛利率



资料来源: 公司年报, Choice, 德邦研究所

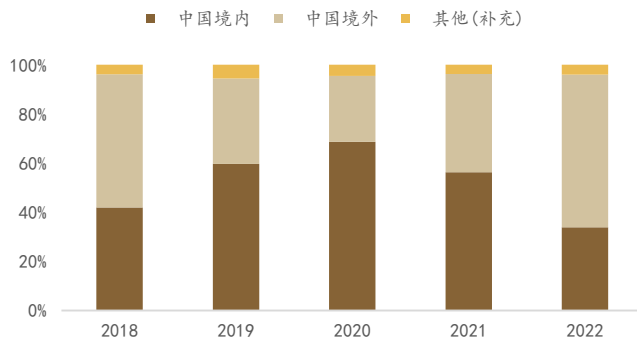
图 8: 各产品利润占总体比例



资料来源: 公司年报, Choice, 德邦研究所

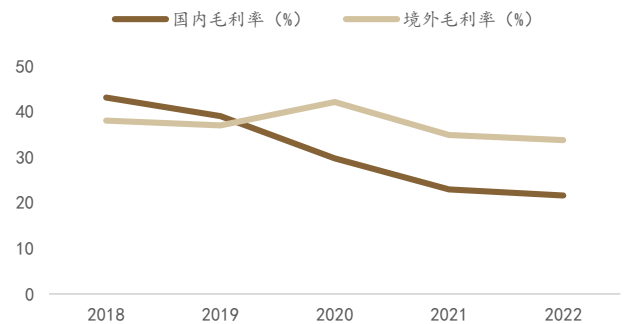
分地区来看, 境外市场 2021 年开始回暖, 海外营业收入占比持续上升。境外市场营业收入上涨系境外宏观环境影响降低, 需求逐渐回暖, 公司加大境外市场销售。境外市场毛利率在 2020 年反超境内市场毛利率, 主要系境内产品结构调整, 臂式占比提升, 臂式毛利率低于剪叉, 影响国内综合毛利率, 同时国内大客户采购量增加, 较低的采购价格挤压了毛利水平。2022 年, 境内销售毛利率为 21.58%, 同比-1.30pct, 境外销售毛利率为 33.68%, 同比-1.14pct。境外市场盈利水平高于境内市场, 随着境外营收占比的提升, 公司盈利有望同步提升。

图 9: 境内外营业收入占比, 2021 年境外营业收入占比上升



资料来源: 公司年报, Choice, 德邦研究所

图 10: 分区域毛利率, 2020 年境外毛利率反超国内



资料来源: 公司年报, Choice, 德邦研究所

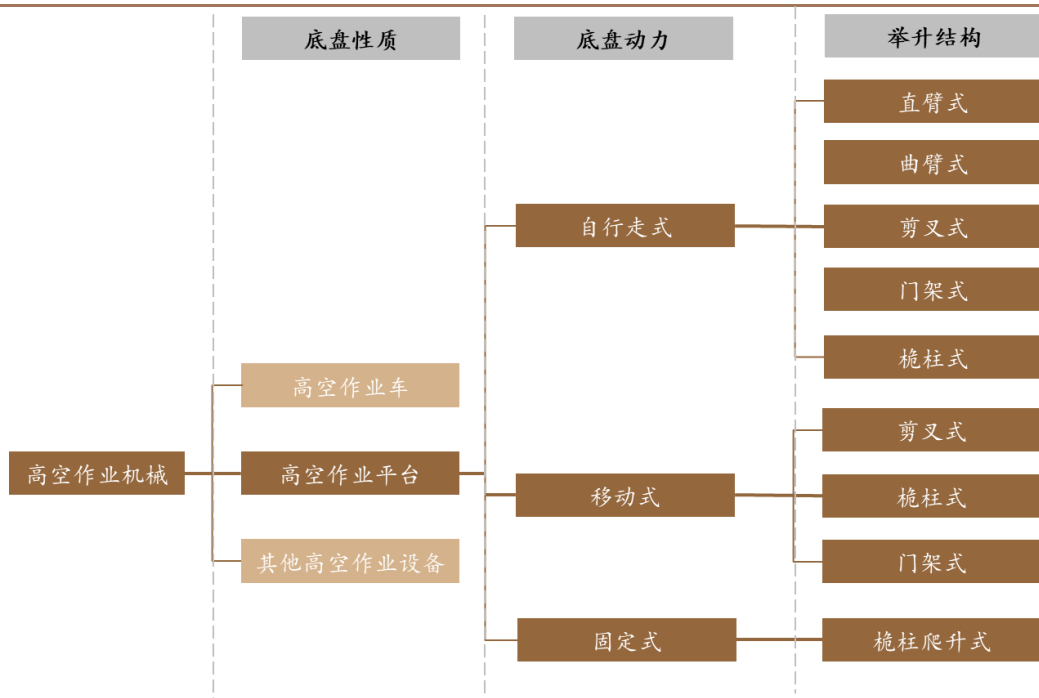
2. 海内外需求共振，替换需求与新增需求并存

2.1. 高空作业平台下游应用广泛，对比工程机械保持相对韧性

根据高空作业机械底盘的性质可将其分为高空作业平台和高空作业车两大类，又根据其底盘是否自带行驶动力分为自行走式和移动式高空作业平台。高空作业平台底盘的专用性使得它在设计上具有较高自由度，可以按不同的应用需求进行定制。根据高空作业平台的底盘是否自带行驶动力可以将其分为自行走式高空作业平台和移动式高空作业平台。其中，前者配备内燃机或电动机具有行驶能力；后者无行驶动力，底盘的移动往往由外力推动完成。此外，还有一种固定使用的桅柱爬升式高空作业平台，它在使用过程中和施工对象锚定，并在建筑施工的整个过程中提供较长期的高空到达能力。

臂式、剪叉式、桅柱式是常见的高机举升结构。高空作业机械之间的另一个重要区别是举升机械结构的形式。高空作业车的举升机械均采用直臂式或曲臂式结构。而高空作业平台采用的举升机械结构则更加多样，常见的有直臂式、曲臂式、剪叉式、桅柱式、门架式和桅柱爬升式。

图 11：高空作业机械的分类



资料来源：公司招股书，德邦研究所

和高空作业车相比，高空作业平台产品的优势在于：第一，高空作业平台产品在举升结构、行驶动力方面具有较大的灵活性，能适应大量不同应用场合的需求。举升结构上，直臂式、曲臂式平台能够实现较高的作业高度并具备良好的障碍物跨越能力，适合建筑施工、大型设备制造检修等工业应用；在行驶动力上，高空作业平台既有内燃机驱动也有电动机驱动，内燃机驱动适用于室外工业操作；电动机驱动实现了零排放、低噪音，因此更加环保，适合大多数室内应用。

第二，高空作业平台可以在举升结构保持伸展状态的条件下进行底盘移动从而实现多点作业。相比之下，高空作业车由于底盘稳定性和承载能力等因素限制，其举升结构升高时必须以展开底盘上的稳定支腿为前提。同时，其行驶移动也必须以举升机构和稳定支腿的收回为条件。这就使得其变换工位的过程复杂性提高，需要多人协作才能完成。而自行走高空作业平台采用专用底盘设计，一般情况下不需要打开稳定支腿，可以在举升机构保持升高的状态下，由处于高处的作业人

员直接从控制台驱动底盘行驶从而实现在高空作业工位下移动机器并连续作业，大大提高了作业工效。

图 12: 高空作业平台产品的优势



资料来源：公司招股书，公司官网，德邦研究所

高机下游应用广泛。高空作业设备产业链上游包括铝型材钢丝绳等原材料生产加工而成的金属件、发动机、液压系统、电气控制等行业；高空作业平台下游应用领域广泛。高空作业平台是一种新型登高作业设备，可替代吊篮、脚手架等传统登高机械，能大幅提高高空作业的安全性及作业效率，广泛用于建筑施工、钢结构安装、室内外装修、建筑物幕墙清洗、仓库、超市、大型设备制造、机场、车站、大型展馆。

图 13: 高空作业平台应用实例



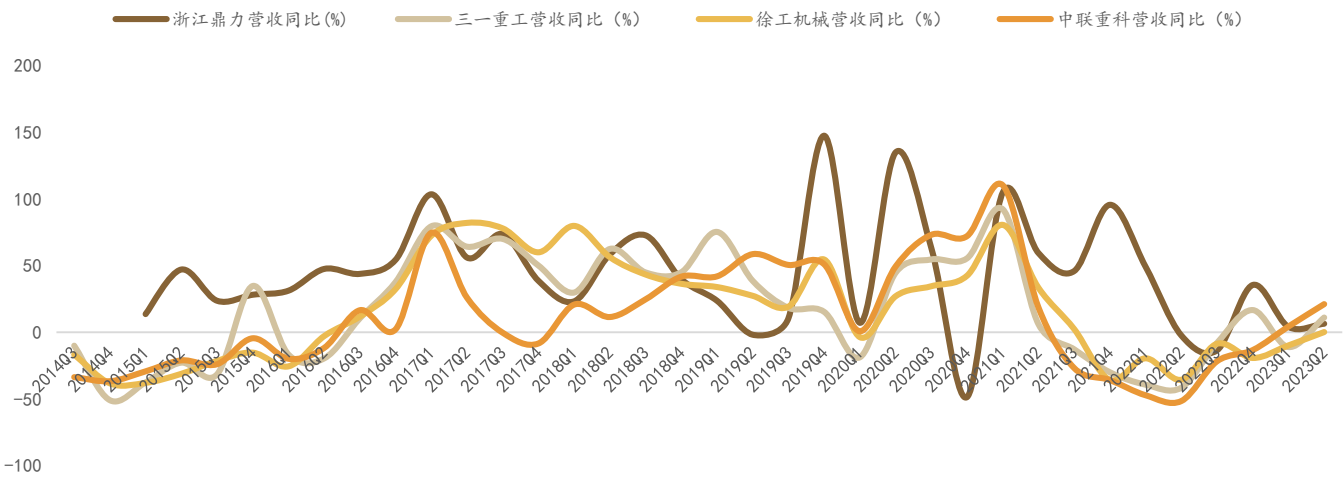
资料来源：公司公告，德邦研究所

高空作业平台下游应用广泛，周期性弱于传统工程机械。高空作业平台作为工程机械装备的一个分支，除传统的建筑工程施工外，其应用不断延伸至楼宇外墙清洁、媒体广告安装、大型活动筹建拍摄、大型商场超市及仓储物流企业管理运维、园林修缮维护以及其他各类辅助登高作业领域。美国建筑和非建筑应用领域的比例约为 3:1，欧洲约为 3:2，近年来较为稳定。因此，相较于传统工程机械，高空作业平台行业受固定资产及基础设施投资影响较小，周期性特征相对较弱。

从营收增速看，三一、徐工、中联重科等传统工程机械公司周期性走势较为一致，浙江鼎力相对独立。分季度看，2021Q3 工程机械龙头企业收入增速开始放缓，2021Q4-2022Q3 三一重工、徐工机械、中联重科收入增速都为负，而

21Q3-22Q1 期间，浙江鼎力都保持高位增长。

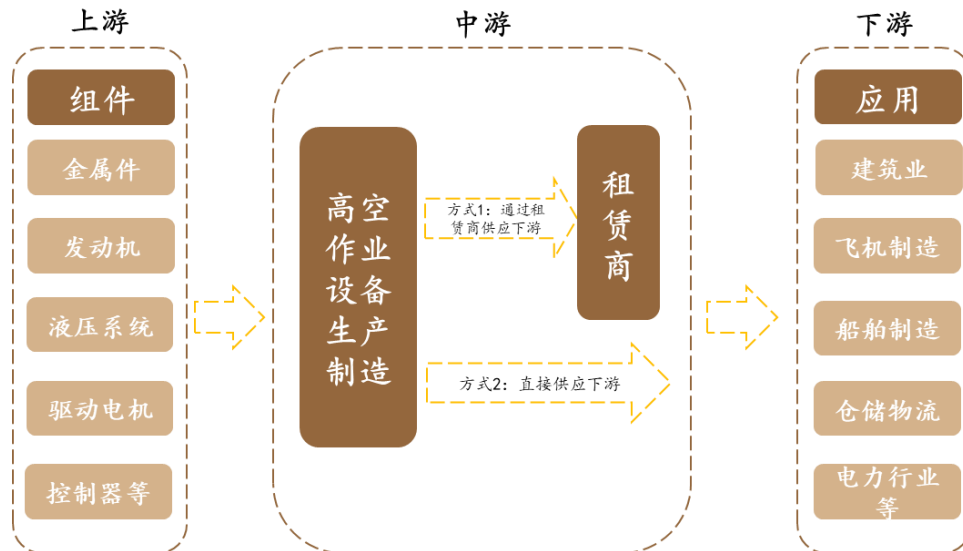
图 14：营收增速来看，高机相对独立于传统工程机械周期



资料来源：Wind，各公司公告，德邦研究所

高机行业主要客户为租赁商，2022 中国高空作业平台租赁设备量占总保有量的 88%。对于工程机械设备，租赁是最常见的商业模式。工程承包商只需支付相当于设备原值一小部分的租金，就可以获得需要投入大量资金才能购得的设备的使用权。对终端客户而言，租赁最明显的优势就是可直接降低企业成本，有利于企业资金周转，保持流动性，对于使用周期短、有较大资金压力的客户尤其适用。根据宏信建发招股书，2022 年中国高空作业平台租赁设备量占总保有量的 88%。

图 15：高空作业平台产业链



资料来源：智研咨询，宏信建发招股书，德邦研究所

表 4: 行业采用租赁模式的主要原因

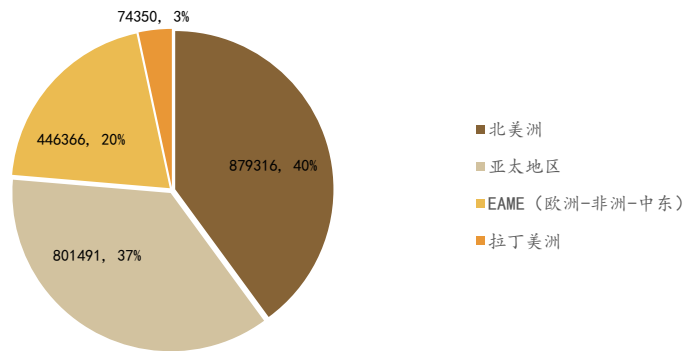
主体	采取租赁模式的原因
租赁商	高空作业平台不属于特种车辆，因而租赁商不需要雇佣操作人员，采用干租模式。只需对终端用户的普通工人进行简单培训，快速对接公司业务，可行性高。
终端客户	有利于企业资金周转，保持流动性。产品质量与售后问题由制造厂商负责，节省了维护成本，同时租赁商能够提供定制化方案等附加服务，满足客户深层次需求，使客户及时获得新型号、多种类的产品用于实际作业之中。
设备制造商	能就产品质量、种类等问题给予企业相关反馈，使企业与市场需求接轨，推动企业快速发展。

资料来源：华经情报网，德邦研究所

2.2. 海外：欧美更新替换需求稳定，北美+“一带一路”国家基建政策有望刺激新增需求

欧美等发达国家和地区市场成熟，产品普及率高，高空作业平台主要市场集中于欧美等国家。世界高空作业平台保有量，北美和 EAME（欧洲-非洲-中东）地区总和占比超过 60%，保有量 130 余万台，亚太地区占比仅三成。根据《IPAF Rental Market Report 2023》，2022 年全球高空作业平台租赁市场保有量约 220 万台，同比增长 10%。其中北美洲保有量约 88 万台，占比 39.94%，亚太地区保有量约 80 万台，占比 36.41%，EAME 地区保有量 44.6 万台，占比 20.28%，拉丁美洲保有量 7.4 万台，占比 3.38%。

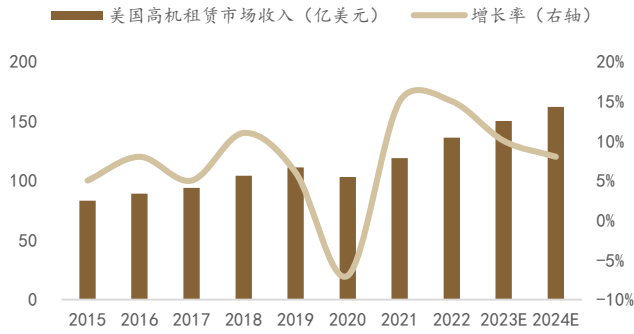
图 16: 2022 年全球高空作业平台租赁市场保有量（单位：台），美国市场需求强劲



资料来源：公司公告，IPAF，德邦研究所

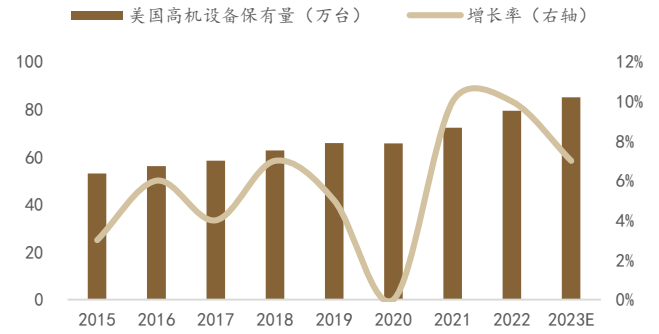
2022 年，受益于美国基建政策与经济复苏，美国高机替换需求与新增需求并存，实现了高基数下的高增长率。受益于美国 GDP 增长以及政府扩大基建投资的趋势，2022 年美国高空作业平台租赁市场在稳定更新替换需求的基础上，表现出强劲的新增需求，实现了高基数下的高增长率，根据《IPAF Rental Market Report 2023》，2022 年美国租赁市场高空作业平台租赁收入约 136 亿美元，同比增长 15%。为保持设备合理的使用率，美国租赁公司逐步扩大机队规模，2022 年美国租赁市场保有量为 79.43 万台，同比增长 10%。

图 17: 美国高空作业平台租赁市场收入及增速



资料来源:《IPAF Rental Market Report 2023》,公司公告,德邦研究所

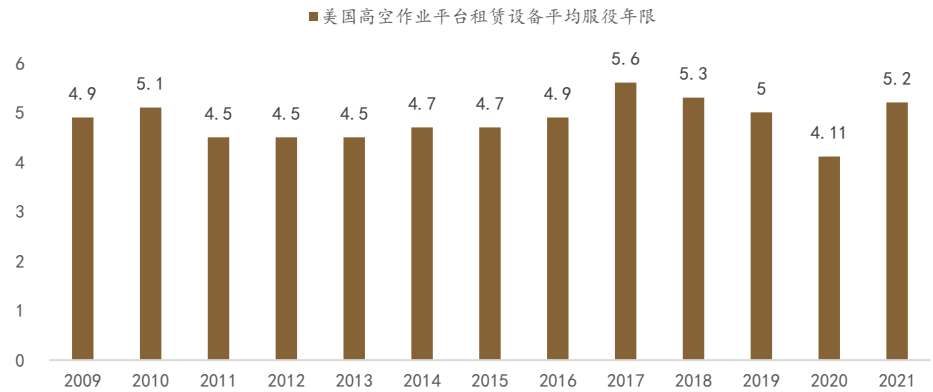
图 18: 美国高空作业平台租赁市场保有量及增速



资料来源:《IPAF Rental Market Report 2023》,公司公告,德邦研究所

2021 年美国高空作业平台租赁业的设备平均服役年限为 5 年 2 个月。美国高空作业平台租赁业市场经过多年的充分竞争,行业竞争格局趋于稳定,行业呈平稳增长的趋势。2021 年美国高空作业平台租赁业的设备平均服役年限为 5 年 2 个月。

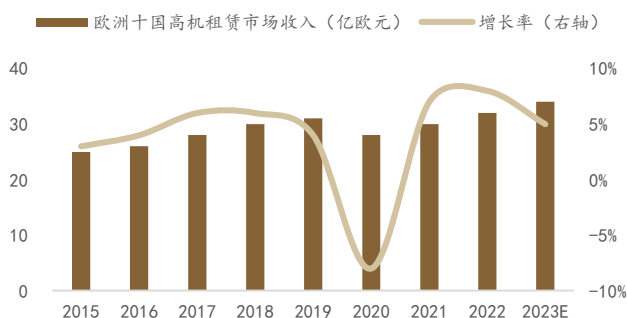
图 19: 2021 年美国高空作业平台租赁设备平均服役年限 5 年 2 个月



资料来源: Ducker Worldwide for IPAF《IPAF Powered Access Rental Market Report 2018 -Global Report》,星邦智能招股书,德邦研究所,注:5.2 年是指 5 年 2 个月(下同)

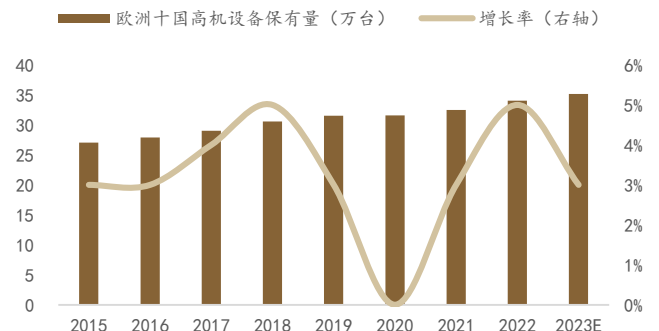
欧洲以更新替换需求为主,非建筑领域应用占比达 41%。根据《IPAF Rental Market Report 2023》,2022 年欧洲十国(丹麦、芬兰、法国、德国、意大利、荷兰、挪威、西班牙、瑞典、英国)高空作业平台租赁市场收入约 32 亿欧元,同比增长 8%;保有量为 34.02 万台,同比增长 5%。从应用场景来看,2022 年欧洲十国高空作业平台建筑应用领域需求达 59%,非建筑应用领域需求达 41%。

图 20: 欧洲十国高空作业平台租赁市场收入及增速



资料来源:《IPAF Rental Market Report 2023》,公司公告,德邦研究所

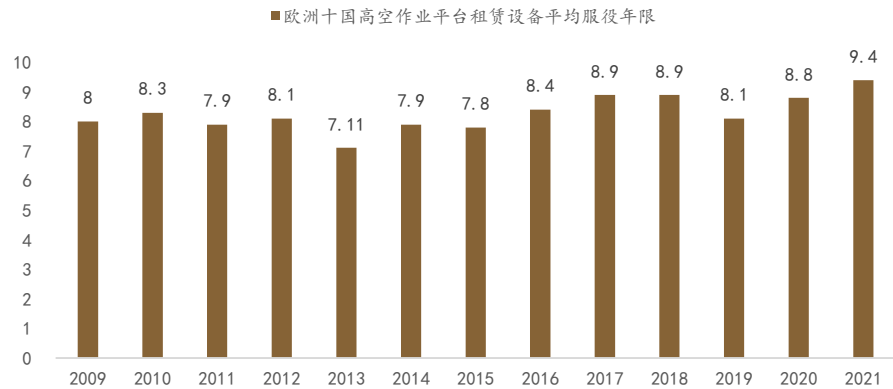
图 21: 欧洲十国高空作业平台租赁市场保有量及增速



资料来源:《IPAF Rental Market Report 2023》,公司公告,德邦研究所

2021 年欧洲十国高空作业平台租赁业的设备平均服役年限为 9 年 4 个月。欧洲高空作业平台数量增加主要是受住宅、商业、零售及工业等建筑业和维修、清洁、公共事业等非建筑业的推动。另外，设备的更替也是推动高空作业设备需求的主要因素之一，2021 年，欧洲十国高空作业平台租赁业的设备平均服役年限为 9 年 4 个月。

图 22：2021 年欧洲十国高空作业平台租赁设备平均服役年限 9 年 4 个月



资料来源：Ducker Worldwide for IPAF 《IPAF Powered Access Rental Market Report 2018 -Global Report》，星邦智能招股书，德邦研究所

美国基建法案有望带动工程机械行业景气度持续向上。2021 年 11 月美国通过 1.2 万亿美元《基础设施投资和就业法案》，法案要求美国对基础设施建设增加大量投资，其中明确指出 1100 亿美元用于道路和桥梁、390 亿美元用于公共交通、660 亿美元用于铁路、550 亿美元用于污水处理设施，以及数十亿美元用于机场、港口、宽带互联网和电动汽车充电站的建设。

表 5：美国基建法案具体内容

法案内容	预计投资金额 (亿美元)
为所有美国家庭提供干净的水，该立法将投资于供水基础设施并消除铅服务管道	550
确保每个美国人都能使用可靠的高速互联网	650
修复和重建美国的道路和桥梁，重点关注所有用户的气候变化减缓、复原力、公平和安全	1100
改善数百万美国人的交通选择并减少温室气体排放	390
升级美国的机场和港口，以加强供应链并防止造成通货膨胀	420
对客运铁路进行最大的投资	660
建立全国电动汽车 (EV) 充电器网络	75
升级美国的电力基础设施，在全国范围内提供清洁、可靠的能源	超 650

资料来源：证券时报，德邦研究所，注：此表为部分法案内容

“一带一路”沿途国家有望带动海外高机市场需求提升。近几年，随着我国“一带一路”计划的不断深入，沿途多个国家颁布了基建相关的法律法规和政策规划，城市基础设施建设项目有相当一部分需要使用高空作业平台，这些法规和政策有助于拉动沿途国家高机市场的需求，促进海外高机市场发展。

表 6：“一带一路”沿途国家基建相关法规

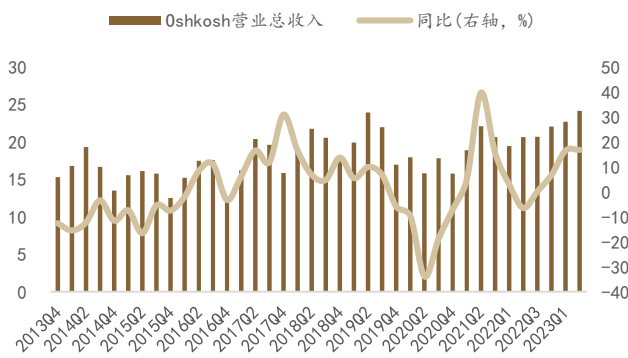
国家	基建设施支持政策和规划
沙特	计划在 2030 年前投资约 1470 亿美元，将沙特打造成全球航空枢纽，具体涉及新建航空公司和机场改扩建等项目
俄罗斯	重点推动包括贝阿铁路和西伯利亚大铁路现代化综合改扩建、保障北方海路全年通航、建设双西公路以及发展电动交通等项目
印度尼西亚	2022 年 1 月通过《国家首都法案》，计划在东加里曼丹省建设新首都，保守投资约 340 亿美元
马来西亚	2021 年 10 月国会众议院通过的“第 12 个马来西亚计划”(2021-2025)，将刺激该国交通、可再生能源以及水务等领域的新一轮发展
越南	2021 年 12 月批准《2021-2030 年铁路网规划和至 2050 年远景规划》，未来 10 年铁路领域基础设施所需投资高达 105 亿美元

孟加拉国	《2041 愿景计划》和八五计划中将扩大交通基础设施建设列为重点，并规划建设批重要的公路、铁路、港口和城市轨道交通项目
泰国	泰国交通部 2023 年基础设施建设计划推进 170 个项目，涉及投资总额 27 万亿泰铢，其中，在建项目 115 个，投资总额 2.62 万亿泰铢。
巴西	2023 年 4 月，巴西总统卢拉在执政百日活动中宣布，政府将在 5 月初颁布新的“增长加速计划”，围绕公共交通、社会基建、数字包容和互联互通、城市基础设施、全民用水和能源转型六大优先领域加大投资。

资料来源：慧朴咨询，德邦研究所

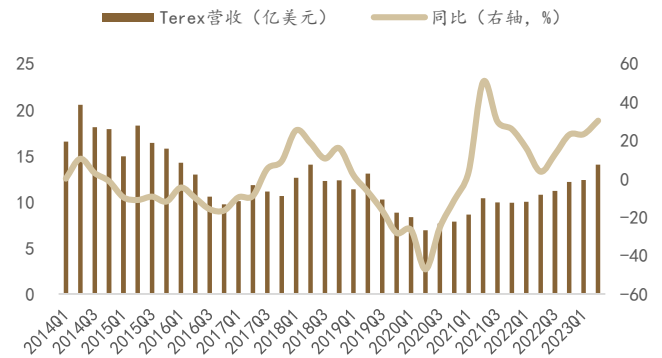
美国高机行业周期反弹，需求后劲充足。美国高机龙头 Oshkosh、Terex 营收、毛利逐步回升。2020 年，两家公司营收都陷入负增长，2021Q1 开始逐步修复，增速转正。2022Q2 后，营收开始加速增长，Oshkosh 2023Q2 收入 24.13 亿美元，同比+16.8%，Terex 2023Q2 收入 14.03 亿美元，同比+30.27%；Oshkosh 2023Q2 毛利率 17.59%，同比+5.97pct，Terex 2023Q2 毛利率 24.44%，同比+4.67pct。

图 23: Oshkosh 2023Q2 收入 24.13 亿美元，同比+16.8%



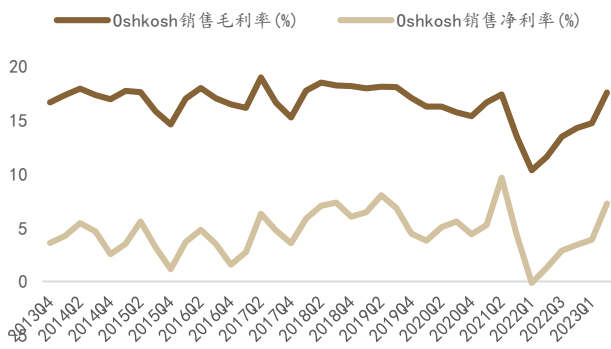
资料来源：Wind，Oshkosh 公司公告，德邦研究所

图 24: Terex 2023Q2 收入 14.03 亿美元，同比+30.27%



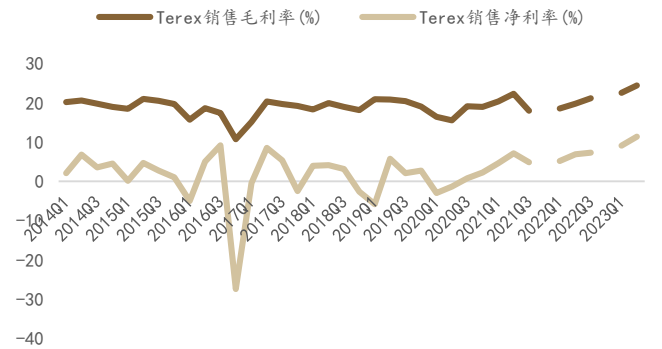
资料来源：Wind，Terex 公司公告，德邦研究所

图 25: Oshkosh 2023Q2 毛利率 17.59%，同比+5.97pct



资料来源：Wind，Oshkosh 公司公告，德邦研究所

图 26: Terex 2023Q2 毛利率 24.44%，同比+4.67pct

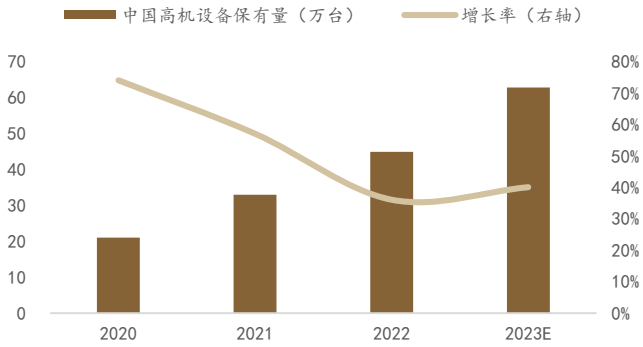


资料来源：Wind，Terex 公司公告，德邦研究所

2.3. 国内：安全意识提高，保有量增长潜力大

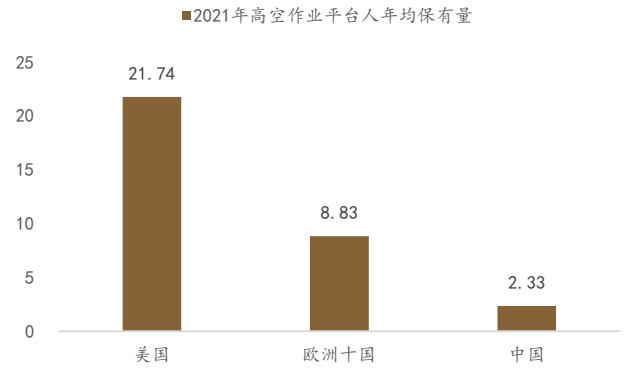
国内高空作业平台起步较晚，保有量增长潜力大。根据 IPAF，中国 2022 年高机保有量为 44.84 万台，同比+36%。国内高机人均保有量较小，根据 2021 年中国和欧美国家高空作业平台设备人均保有量数据来看，中国人均万人保有量为 2.33 台，仅约为欧洲的 1/4，仅为美国的约 1/10。产品结构尚不完善，臂式高空作业平台保有量占比约 27%，远低于成熟市场，且行业渗透率较低。

图 27: 中国高空作业平台租赁市场保有量及增速



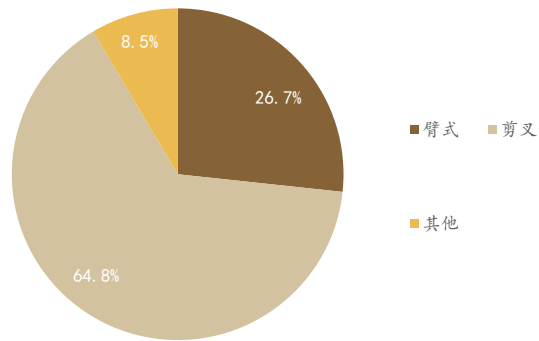
资料来源:《IPAF Rental Market Report 2023》,公司公告,德邦研究所

图 28: 中国人均保有量较低 (单位: 台/万人)



资料来源:星邦智能招股书,德邦研究所

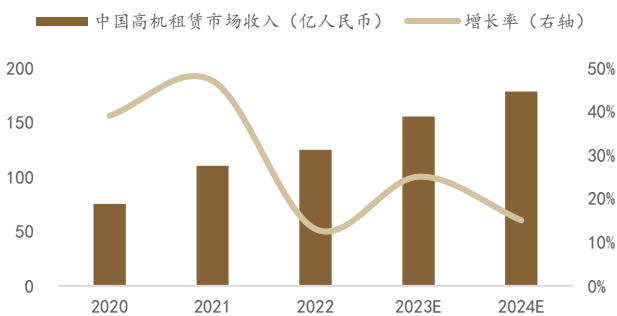
图 29: 臂式高空作业平台保有量占比约 27%



资料来源:智研咨询,德邦研究所

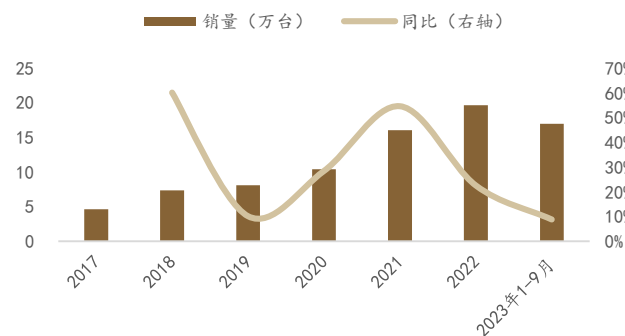
国内高空作业平台需求稳步提升。近年来,在人力成本提升、安全意识提高、施工效率要求提升、排放标准趋于严格以及应用场景多样化等因素的驱动下,国内高空作业平台行业及租赁市场快速发展,根据《IPAF Rental Market Report 2023》,2022年中国高空作业平台租赁市场实现收入约124.53亿元,同比+13%;预测2023年收入155亿元,同比+25%。据高空机械工程公众号,2022年全年高空作业平台销量19.62万台,同比+22.52%;2023年1-9月销量16.93万台,同比+8.78%

图 30: 中国高空作业平台租赁市场收入



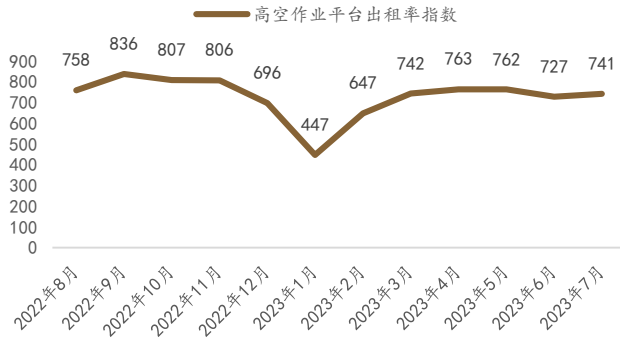
资料来源:《IPAF Rental Market Report 2023》,公司公告,德邦研究所

图 31: 国内高空作业平台销量



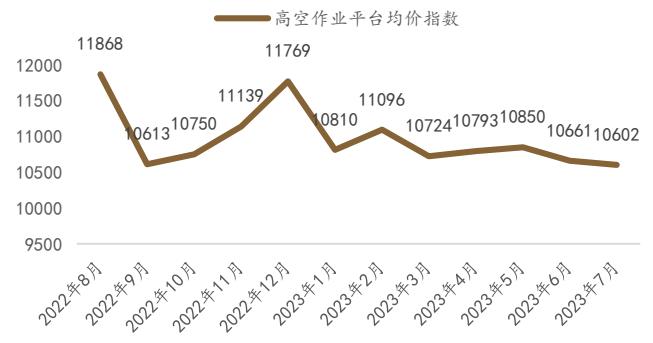
资料来源:高空机械工程公众号,华经产业研究院,德邦研究所

图 32：2023 年 7 月高空作业平台出租率环比+1.9%，同比+3.1%



资料来源：高空机械工程公众号，德邦研究所

图 33：2023 年 7 月高空作业平台租金价格指数环比-0.6%，同比-10.9%。



资料来源：高空机械工程公众号，德邦研究所

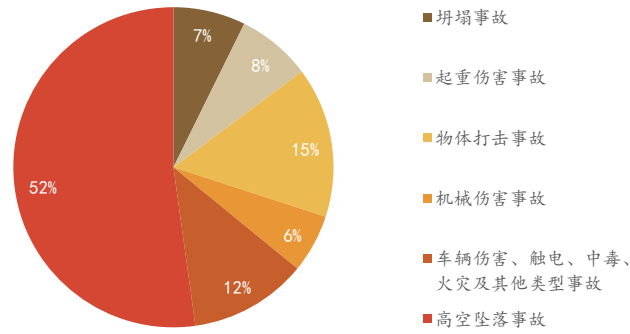
高空作业平台相较于传统脚手架优势明显，逐步替代传统登高机械。高空作业平台在国内发展较晚，行业整体认知度不够，大部分高空作业均采用脚手架、登高梯和吊篮等传统设备完成。相比于传统的登高机械，高空作业平台的优势主要体现在操作便捷，自身携带有动力传输装置，可以通过机械化的运动实现垂直和横向移动，从而快速切换作业点，而无需作业人员攀爬，杜绝了上下攀爬过程中造成的安全隐患，且高空作业平台自动化程度较高，可大幅减少用工人数。目前我国对于施工作业过程安全问题越来越重视，且用工人力成本不断提升，高空作业平台对传统登高机械的替代是大势所趋。

表 7：高空作业平台与传统登高作业设备优缺点对比

类别	优点	缺点
传统登高设备（脚手架、升降机、登高梯、吊篮等）	结构简单	安全保障低 无法快速进行各种抢险救援，应急保障作业
	初始投资少	初试安装及拆除时间长，整体作业效率低下，劳动强度大 各种设备使用场景有限
	无需操作培训	作业范围小，无机动性，只能针对一个点或很小范围作业 必须另配动力（电、液压等）才能进行钻孔维修等作业
	高空作业平台	结构复杂，生产周期较长 需要较大的初试购置成本 作业人员需要进行一定的操作培训
高空作业平台	无需作业人员攀爬，杜绝了攀爬过程安全隐患，降低工作强度 能够快速响应各种作业需求，参与抢险救援，应急保障作业 操作便捷，可通过智能化的操控系统实现自行移动变换场地 通过机械化运动，可以实现径直和横向移动，快速切换作业点 最大作业高度可达 60 多米，可迅速完成较大高度的作业需求 自身有动力传输装置，可配置带电、液压动力的作业工具	

资料来源：星邦智能招股书，立鼎产业研究院，德邦研究所

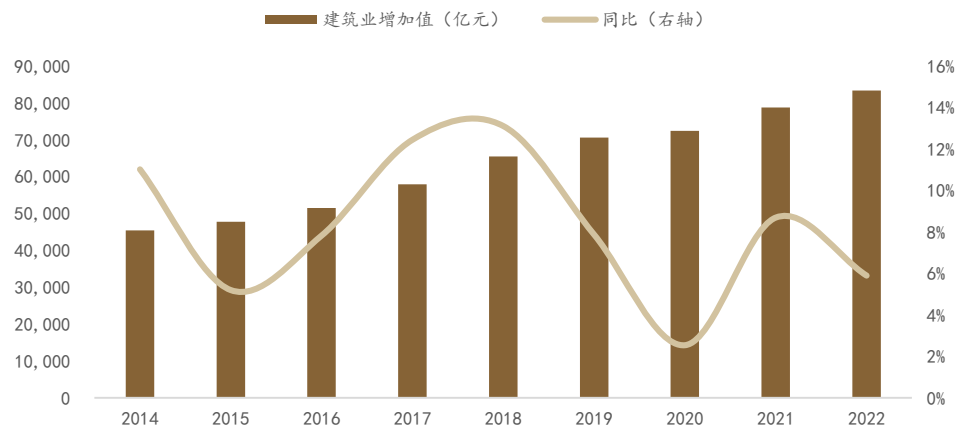
图 34：2021 年全国房屋市政工程生产安全事故，高空坠落不可忽视



资料来源：智研咨询，中国住建局，德邦研究所

国内建筑业增长稳定，为高空作业平台需求提升提供支持。国内建筑业增加值逐年上涨，由 2014 年 45401.7 亿元逐渐增加至 2022 年 83383.1 亿元，2022 年同比提升 5.9%，涨势可观且稳定。建筑业需要大规模应用高空作业平台，设备需求有望进一步提升。

图 35：国内建筑业稳定增长，促进高空作业平台需求同步提升



资料来源：中国住建局，德邦研究所

政策端：国家有意促进工程机械行业进行高水平发展，绿色化智能制造改造。高空作业平台行业有望随政策颁布得到长足的增长。同时，国家出台多项城市更新、城中村改造相关政策和倡导，城市更新改造需要使用高空作业平台，设备需求有望随各地城中村改造开始和深入不断提高。

表 8：国内高空作业平台和基建政策，促进高空作业平台行业高质量发展

发布时间	政策来源	政策内容
2023 年 7 月	中央政治局会议	在超大特大城市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
2022 年 12 月	《“十四五”城镇化与城市发展科技创新专项规划》	加强智能建造和智慧运维核心技术装备研发。研发智能化工程机械，建筑机器人装备以及人机协同作业系统；研究贯通数字设计，智能生产，智能施工等全产业链的技术标准体系
2022 年 12 月	《“十四五”城镇化与城市发展科技创新专项规划》	研发智能化工程机械，建筑机器人装备以及人机协同作业系统，研究贯通数字设计，智能生产，智能施工等全产业链的技术标准体系
2022 年 11 月	《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》	实施重大技术装备创新发展工程，做优做强信息通信设备，先进轨道交通装备，工程机械，电力装备船舶等优势产业
2022 年 8 月	《关于新时代推进品牌建设的指导意见》	在轨道交通，电力，船舶及海洋工程，工程机械，医疗器械，特种设备等装备领域，培育一批科研开发与技术创新能力强，质量管理优秀的系统集成方案领军品牌和智能制造服务型制造标杆品牌
2022 年 7 月	《贯彻实施〈国家标准化发展纲要〉行动计划》	加快完善信息化与工业化两化融合，智能制造等领域产业转型升级标准体系。开展智能制造，绿色制造，服务型制造等方面标准化试点，形成以标准促进装备制造高端化发展典型模式并推广应用

2022年3月	《2022年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	有序推挤城市更新，因地制宜改造一批大型老旧街区和城中村。注重修缮改造既有建筑，防止打拆大建
2021年7月	《工程机械行业“十四五”发展规划》	到2025年，工程机械行业整体水平大幅提升，创新能力显著增强，质量效益明显提高，发展能力进一步增强
2019年11月	《关于促进综合保税区高水平开放高质量发展的若干意见》	允许综合保税区内企业开展高技术含量，高附加值的航空航天，工程机械，数控机床等再制造业务
2018年11月	《关于工业通信业标准化工作服务与“一带一路”建设的实施意见》	推进制造业标准化合作，加强与欧美日等工程机械发达国家和地区在标准方面的交流合作，积极转化国际先进标准

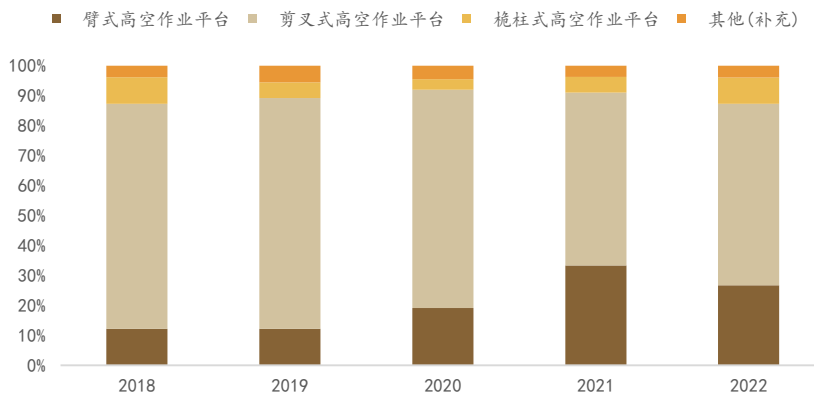
资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

3. 迈向高端布局高米数平台，模块化设计打造独特产品力

3.1. 产品结构持续优化，扩大高端产品市场份额

公司主推臂式平台，其占比近年来增长迅速。2018-2022 期间，剪叉式平台收入由 12.8 亿提升至 32.9 亿，占比由 75.13% 降低至 60.51%。臂式高空作业平台营收近年来有显著提升，由 2018 年 2 亿元提升至 2022 年接近 15 亿元水平，占比由 12.13% 提升至 26.70%。随着公司未来产能释放，产品销量有望进一步提升。

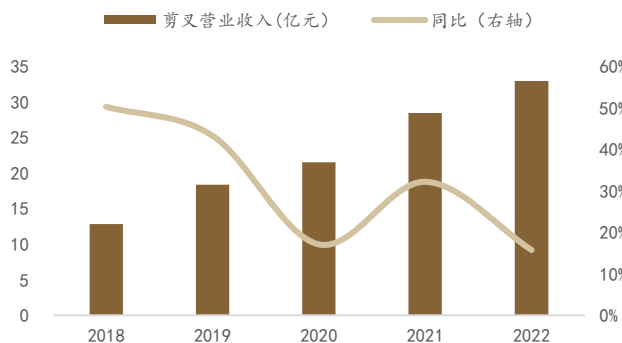
图 36: 分产品营业收入占比



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

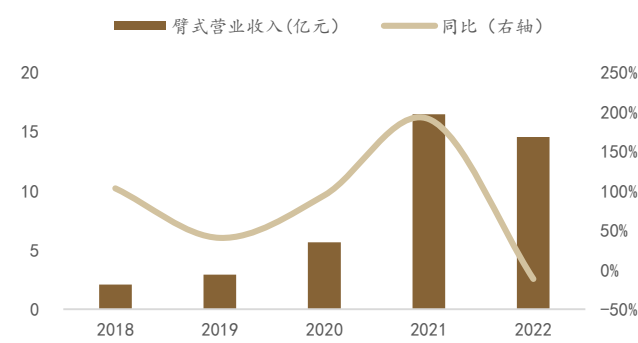
20 年 8 月臂式产品开始量产，21 年臂式收入同比+191%。臂式高空作业平台募投项目于 2020 年 8 月完工投产，2021 年营业收入提升显著，营业收入达 16.5 亿元，同比+191%。2022 年销售收入下降主要系国内销售收入下降所致。臂式高空作业平台 2108-2022 营收 CAGR 为 26.60%。

图 37: 2022 年剪叉式营业收入 32.9 亿元，同比+15.7%



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 38: 臂式产品营业收入，2022 年营业收入达 14.5 亿元

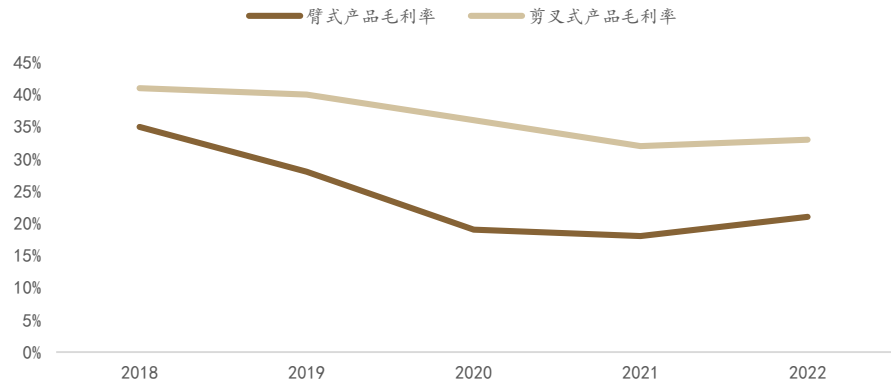


资料来源: 公司年报, 德邦研究所

臂式量产规模效益初显，未来毛利率有望继续抬升。2020 年前，臂式未开始使用自动化流水线，产量较低，部分高毛利率的定制化产品对臂式综合毛利率影响较大。2019 年公司臂式产品主要以通用型产品销售为主，定制化产品较 2018 年有所减少，因此毛利率有所下降。2020 年 8 月，臂式募投项目开始投入使用，新产能处于爬坡、磨合阶段，规模效应尚未体现，成本仍需优化，叠加推广期价格折让因素，臂式毛利率有所下滑。21 年原材料价格上涨、全球海运费提升，毛利率承压。22 年臂式电动款比例提升，规模效应逐步显现，叠加原材

料成本下降及海运费回落等因素，臂式毛利率抬升。23 年前三季度，臂式市场认可度提升，销售收入增速较快，毛利率有望持续提升。

图 39：臂式量产规模效益初显，未来毛利率有望继续抬升



资料来源：公司年报，德邦研究所

公司预计投入 22 亿用于第五期厂房项目建设，拓展高米数平台。项目计划在浙江省德清县建成年产 4,000 台大型智能高位高空作业平台建设基地。项目建成后，不仅扩大了公司产能，更为重要的是优化了公司的产品结构，公司在高端高空作业平台市场的市场份额将进一步扩大，公司全新系列高米数、大载重、拥有绝缘臂性能的电动高空作业平台将促进公司拓展新应用领域。截至 2023 年 9 月，五期厂房已建设完成，处于设备调试阶段，预计 2024 年开始生产。

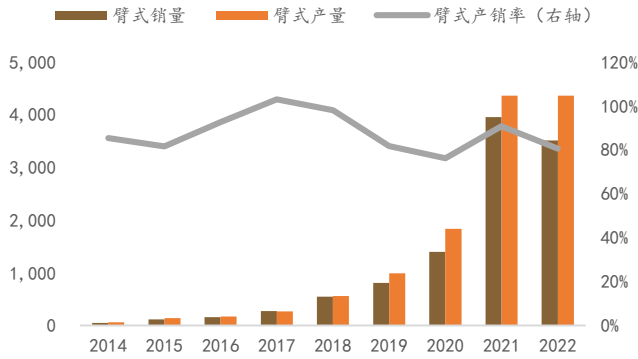
表 9：五期厂房产品方案

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
合计			4000

资料来源：《浙江鼎力 2021 年度非公开发行 A 股股票预案（修订稿）》，德邦研究所

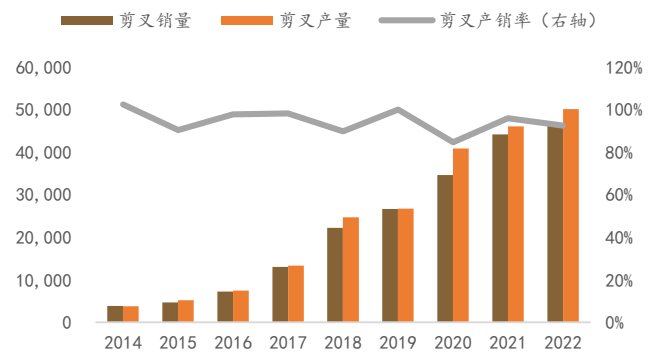
公司主推臂式，臂式产能扩张后收入有望进一步提升。公司未来主推臂式，一方面，这是由行业趋势决定的。不论是国内还是海外，高空作业平台的发展趋势都是由剪叉向臂式发展。另一方面，臂式附加值更高。海外高机龙头臂式产品毛利率不输剪叉，公司在海外推广臂式产品效果初显，毛利率可提升空间较大。产能情况来看，截至 2022 年底，公司臂式产量达 4359 台，销售量 3511 台，产销率为 80.55%。臂式产能相对较低，臂式需求放量转化为收入的前提是有足够的产能承接，因此收入情况与产能关联较大，未来公司主推臂式，若五期产能建设顺利，收入有望进一步提高。

图 40: 2022 年公司臂式产销率 80.55% (单位: 台)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 41: 2022 年公司剪叉产销率 92.4% (单位: 台)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

3.2. 模块化设计+全系列电动化打造独特产品优势

全球唯一横、纵模块化设计, 全臂式 85% 部件通用。公司颠覆传统设计理念, 采用模块化设计, 产品部件、结构件通用性强, 不仅能有效缩短新品研发周期, 也有利于降低公司产品生命周期中的采购、物流、制造和服务成本, 还便于租赁公司降低维护维修成本和配件采购、仓储成本。租赁公司维修人员只需掌握一款产品的维修技能, 便可轻松应对全系列产品的维修保养问题, 提升维修效率; 同样, 只需配备一套易损件, 即可轻松应对全系列不同高度设备的突发故障问题。鼎力臂式采用家族式模块化设计, 包含横、纵双向, 即同一高度臂式柴、电、混动同平台, 且全臂式 85% 部件通用, 二次成本投入极低, 且具有业内唯一三年臂式质保。

表 10: 模块化臂式型谱 (部分)

	44m	34m	28m	18m
普通小臂				
柴动		BT34RT	BT28RT	BT18CRT
电动		BT34ERT	BT28ERT	BT18CERT
混动		BT34HRT	BT28HRT	BT18CHRT
可倒钩式小臂				
柴动	BT44RT	BT34BRT	BT28BRT	
电动	BT44ERT	BT34BERT	BT28BERT	
混动	BT44HRT	BT34BHRT	BT28BHRT	
可倒钩式伸缩小臂				
柴动			BT28SRT	
电动			BT28SERT	
混动			BT28SHRT	

资料来源: 公司官网, 德邦研究所

公司电动臂式经济性强。据公司测算, 电动臂式每月电费 1161 元, 柴动臂式每月油费 5190 元, 电动相较于柴动每月能够节省 4029 元, 具体工况下, 电动设备经济性更强。此外, 电动比柴动还能省下维保费用。柴动臂式正常使用情况下, 维保费用在 1500 元/次左右 (仅为原厂配件材料费, 保养内容为空滤、机滤、机油等), 而电池免维保。

公司已实现臂式全系列产品电动化, 2023H1 电动款销量占比 77%。公司在 2016 年开始布局电动新产品矩阵, 于 2020 年推出了新款电动臂式系列, 已率先实现全系列产品电动化, 是全球首家实现高米数、大载重、模块化电动臂式系列

产品制造商。2023 年上半年，公司臂式电动款产品销量占比达 76.64%。

表 11：电动臂式高空作业平台经济性测算

44 米电动臂式		业内同级柴油臂式	
假设			
运行时间	6 小时/天	运行时间	6 小时/天
满电工作时间	2 天	柴油臂式柴油箱容积	150L
工业用电价格	1 元/kWh	满油工作时间	40 小时
标配电池	360V/200-230Ah	柴油价格	7.7 元/L
花费计算			
总电量	215Ah*360V=77.4kWh	加满一箱油花费	150*7.7=1155 元
单月用电量	77.4kWh*(30/2)=1161kWh	每小时油耗	1155/40=28.9 元
单月电费	1161*1=1161 元	单日油费	28.9*6=173.4 元
		单月油费	173.4*30=5190 元

资料来源：浙江鼎力公众号，德邦研究所

3.3. 无惧美国“双反”压力，积极应对彰显信心

美国双反最终裁决共计 43.49% 的税率，公司仍有利润空间。2021 年 3 月，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 4 月 13 日，美国国际贸易委员会 (ITC) 对进口自中国的移动式升降作业平台反倾销调查作出的实质性损害威胁的裁决已于美国《联邦公报》上刊载。依据最新的“双反”调查结果，公司反补贴调查终裁税率为 11.95%，反倾销保证金率为 31.54%，共计 43.49% 的税率。与国内同行相比，浙江鼎力双反税率最低，扣除税率后仍然有盈利空间，国内同行税率较高，进入美国市场门槛大幅提升，双反一定程度上出清了美国市场低价竞争的企业。

市场开拓与成本管控并举，积极应对双反影响。“双反”税率执行，将对美国市场开拓及盈利能力造成一定影响。公司与律师团队积极为“双反”调查开展复审做好充足的准备工作。同时，公司将通过加大非贸易摩擦海外市场开拓力度、加大成本管控力度，不断优化供应链、加快产品创新，提升产品竞争力，开拓新的应用场景、加大国内市场渗透率等措施积极应对。

表 12：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%

资料来源：《浙江鼎力：关于美国商务部对进口自中国的移动式升降作业平台启动反倾销和反补贴调查的进展公告》，德邦研究所

表 13：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%

资料来源：《浙江鼎力：关于美国商务部对进口自中国的移动式升降作业平台进行反倾销和反补贴调查的进展公告》，德邦研究所

4. 盈利预测与相对估值

4.1. 盈利预测

关键假设:

(1) 剪叉式高空作业平台: 目前剪叉收入占比最高, 2022 年产销量达 90% 以上, 公司未来以扩张臂式高空作业平台产能为主, 剪叉低速增长。预计 2023-2025 年, 营收增速分别为 5%/8%/8%, 毛利率为 33.5%/33.5%/34%。

(2) 臂式高空作业平台: 目前公司臂式收入占比第二, 处于初步发展阶段, 目前产能 4000-5000 台, 公司五期产能扩张主要针对高米数作业平台, 预计 2024 年开始生产。公司未来将大力发展臂式高空作业平台, 预计 2023-2025 年, 营收增速分别为 25%/55%/30%, 毛利率为 30%/33%/36%。

(3) 桅柱式高空作业平台: 桅柱式平台占比较小, 预计 2023-2025 年, 营收增速分别为 10%/15%/20%, 毛利率为 35%/35%/35.5%。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年总营收为 60.65/74.72/88.00 亿元, 同比+11.4%/+23.2%/+17.8%, 综合毛利率分别为 34.4%/35.2%/36.7%。

表 14: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
剪叉	收入	3,294.83	3,459.57	3,736.34	4,035.24
	增速	15.8%	5.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	32.6%	33.5%	33.5%	34.0%
臂式	收入	1,453.85	1,817.31	2,816.83	3,661.88
	增速	-11.7%	25.0%	55.0%	30.0%
	毛利率	20.6%	30.0%	33.0%	36.0%
桅柱	收入	479.36	527.30	606.39	727.67
	增速	82.1%	10.0%	15.0%	20.0%
	毛利率	34.0%	35.0%	35.0%	35.5%
其他	收入	217.11	260.53	312.64	375.17
	增速	18.1%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	70.2%	75.0%	75.0%	75.0%
合计	收入	5,445.15	6,064.71	7,472.20	8,799.96
	增速	10.2%	11.4%	23.2%	17.8%
	毛利率	31.0%	34.4%	35.2%	36.7%

资料来源: Wind, 德邦研究所测算

4.2. 相对估值

可比公司选取同为工程机械行业的主机厂，分别为三一重工、中联重科、徐工机械，杭叉集团。经过多年发展，公司已经成为全球高空作业平台领先制造商，技术实力强劲，产品结构持续优化，受益于海外市场高景气，品牌在海外的认可度不断提升。预计 2023-2025 年归母净利润为 16.02 亿元、19.07 亿元、23.02 亿元，对应 PE 16、13、11 倍，具备估值性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

表 15：可比公司估值（股价数据截至 2023 年 11 月 15 日收盘）

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600031.SH	三一重工	1,217	42.70	68.20	89.49	112.48	31	18	14	11
000157.SZ	中联重科	527	23.10	36.07	46.86	58.83	20	15	11	9
000425.SZ	徐工机械	676	43.10	62.91	79.94	101.60	14	11	8	7
603298.SH	杭叉集团	208	9.90	15.69	18.23	21.17	15	13	11	12
			平均 PE				20	14	11	10
603338.SH	浙江鼎力	254	12.6	16	19.1	23	19	16	13	11

资料来源：Wind 一致预测，德邦研究所

5. 风险提示

(1) 产能扩张不及预期：由于募投项目需要一定的建设期，并且基于宏观经济形势、全球市场环境、国家产业政策变化等不可控因素的影响，募投项目实施效果能否达到预期存在一定的不确定性；

(2) 行业竞争加剧风险：高空作业平台行业在国内发展迅速，近年来国内行业竞争日益加剧，生产厂家纷纷出海，海外市场未来竞争将进一步加剧，可能会给公司销售和利润率造成不利影响。

(3) 国际贸易风险：一方面，“双反”税率执行，将对美国市场开拓及盈利能力造成一定影响。另一方面，公司出口业务较多，产品远销 80 多个国家和地区。国际贸易存在诸多不稳定因素，区域政治环境、经济发展状况、行业政策、汇率政策、海运情况等具有较大的不确定性。若公司产品遭遇到贸易壁垒或汇率较大波动以及海运情况紧张等情况，则会对公司产品出口产生不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.48	3.16	3.77	4.55
每股净资产	13.95	16.72	20.49	25.03
每股经营现金流	1.85	3.90	3.25	4.39
每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	19.29	15.64	13.14	10.88
P/B	3.43	2.96	2.42	1.98
P/S	4.60	4.13	3.35	2.85
EV/EBITDA	16.99	12.39	9.18	6.70
股息率%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	31.0%	34.4%	35.2%	36.7%
净利润率	23.1%	26.4%	25.5%	26.2%
净资产收益率	17.8%	18.9%	18.4%	18.2%
资产回报率	10.7%	12.2%	12.1%	12.0%
投资回报率	12.1%	14.2%	15.0%	15.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	10.2%	11.4%	23.2%	17.8%
EBIT 增长率	11.8%	33.4%	28.4%	23.9%
净利润增长率	42.1%	27.4%	19.1%	20.7%
偿债能力指标				
资产负债率	40.1%	35.3%	34.3%	33.7%
流动比率	2.4	2.6	2.7	2.9
速动比率	1.6	1.9	2.0	2.3
现金比率	0.9	1.4	1.4	1.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	121.7	116.5	105.7	113.1
存货周转天数	152.6	163.1	147.1	152.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	6.1	5.9	6.0	6.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,257	1,602	1,907	2,302
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	131	81	104	108
非经营收益	-277	-61	-55	-65
营运资金变动	-175	355	-309	-122
经营活动现金流	937	1,976	1,647	2,223
资产	-820	173	-489	-231
投资	-412	10	-215	-50
其他	10	169	74	87
投资活动现金流	-1,222	352	-630	-194
债权募资	266	-230	243	357
股权募资	0	0	0	0
其他	-222	-268	-20	-23
融资活动现金流	45	-497	223	334
现金净流量	11	1,912	1,240	2,363

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 16 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,445	6,065	7,472	8,800
营业成本	3,755	3,981	4,844	5,570
毛利率%	31.0%	34.4%	35.2%	36.7%
营业税金及附加	12	18	22	26
营业税金率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	158	182	209	238
营业费用率%	2.9%	3.0%	2.8%	2.7%
管理费用	123	152	172	194
管理费用率%	2.3%	2.5%	2.3%	2.2%
研发费用	202	218	276	352
研发费用率%	3.7%	3.6%	3.7%	4.0%
EBIT	1,203	1,605	2,060	2,552
财务费用	-233	-255	-154	-121
财务费用率%	-4.3%	-4.2%	-2.1%	-1.4%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	49	61	75	88
营业利润	1,460	1,860	2,214	2,673
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	1,460	1,860	2,214	2,673
EBITDA	1,308	1,686	2,164	2,660
所得税	203	258	307	371
有效所得税率%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	1,257	1,602	1,907	2,302

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,522	5,434	6,674	9,037
应收账款及应收票据	2,078	1,870	2,536	3,019
存货	1,795	1,811	2,148	2,556
其它流动资产	1,426	1,162	1,195	950
流动资产合计	8,821	10,277	12,552	15,562
长期股权投资	121	111	126	113
固定资产	947	1,111	1,382	1,533
在建工程	461	24	49	9
无形资产	396	410	503	511
非流动资产合计	2,980	2,810	3,231	3,555
资产总计	11,802	13,087	15,784	19,117
短期借款	335	392	512	533
应付票据及应付账款	2,381	2,395	2,860	3,390
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,037	1,217	1,324	1,499
流动负债合计	3,753	4,003	4,695	5,423
长期借款	740	340	440	740
其它长期负债	244	277	275	279
非流动负债合计	984	617	715	1,019
负债总计	4,737	4,620	5,410	6,441
实收资本	506	506	506	506
普通股股东权益	7,065	8,467	10,374	12,676
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	11,802	13,087	15,784	19,117

信息披露

分析师与研究助理简介

俞能飞 (S0120522120003)：德邦证券研究所智能制造组组长，机械设备首席分析师。厦门大学经济学硕士，曾于西部证券、华西证券、国泰君安等从事机械、中小盘研究，擅长挖掘底部、强预期差、高弹性标的研究。作为团队核心成员获得 2016 年水晶球机械行业第一名；2017 年新财富、水晶球等中小市值第一名；2018 年新财富中小市值第三名；2020 年金牛奖机械行业最佳行业分析团队。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。