

股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.42
总股本/流通股本(亿股)	3.60 / 3.60
总市值/流通市值(亿元)	27 / 27
52周内最高/最低价	15.67 / 5.83
资产负债率(%)	55.7%
市盈率	10.91
第一大股东	金红萍

研究所

分析师: 刘卓
SAC 登记编号: S1340522110001
Email: liuzhuo@cnpsec.com
研究助理: 陈基赞
SAC 登记编号: S1340123010003
Email: chenjiyan@cnpsec.com

法兰泰克(603966)

开疆拓土稳增长，出海迈入新篇章

● 欧式起重机龙头，经营业绩实现稳健增长

法兰泰克是知名的欧式起重机及物料搬运产品的专业制造和服务供应商，服务全球中高端客户超过 5000 家，所属的行业门类为通用设备制造业。公司覆盖广阔的行业下游，包括装备制造、能源电力、交通物流、汽车、船舶、冶金、建材、造纸、食品饮料等多个制造业门类。

近年公司营收、业绩均保持稳健增长。公司 2019 至 2023Q1-3 年营业总收入分别为 11.06、12.61、15.89、18.70、14.45 亿元，同比分别增长 44.80%、14.02%、26.03%、17.71%、9.17%；实现归母净利润 1.03、1.55、1.85、2.03、1.39 亿元，同比分别增长 55.69%、50.79%、19.69%、9.72%、-11.83%。

盈利能力有望稳中有升。2022/2023Q1-3 毛利率降低主要受海外子公司/工程机械业务综合影响。展望未来，白酒等自动化程度较高的业务与国内起重机业务出海会推动毛利率上行，奥地利子公司/工程机械业务亦存在复苏预期，我们认为公司毛利率有望企稳。此外，安徽新工厂投产，渠道销售快速拓展有望带来标准小型起重机放量，公司规模效应下，公司期间费用率逐年下降，盈利能力有望稳中有升。

● 欧式起重机属中高端产品，是有成长性的通用细分领域

门桥式起重机与工程起重机存在较大的差别，周期性较弱。通常讲的起重机包括塔式起重机、汽车起重机、随车起重机等，其与工程机械景气度关联性较强，因而周期性较强。而门、桥式起重机主要用于厂房、港口等场景，下游行业分布广泛，因而周期性弱。

欧式起重机属门桥式起重机中高端产品，是有成长性的细分领域。欧式起重机属门桥式起重机中高端产品，具有轻量化、低能耗、高性能三大特点，但价格相对较高。当前门桥式起重机市场中，绝大部分为中低端市场产品，欧式起重机渗透率仅为 10%-15%，但份额正持续提升。欧式起重机在生产中的重要作用与占整体投资额较小的特点，决定了该赛道的品牌效应容易累积，优质的产品会带来较强的客户粘性。

产品、服务与渠道共建壁垒，安徽产业园打破产能瓶颈。欧式起重机的下游客户多为各细分领域的龙头企业，公司依靠产品、服务与渠道来构建壁垒，市占率持续上升。安徽产业园一期将增加 3 万吨智能物料搬运装备的生产能力，完工后公司还将开启安徽产业园二期项目，产能有望进一步提升。

出海与标准起重机是公司未来的重要增长点。展望公司未来的市场开拓路径，第一方面，沿袭过往成功路线，通过对电动葫芦等核心零部件的持续研发投入，减小与科尼/德马格等进口品牌的差距，持续推进高端起重机领域的国产替代；第二方面，海外制造业景气度相

对较高，以跟随国产企业出海或是在当地积极寻找项目的方式，实现国产起重机出海，在东南亚、中东、独联体、俄罗斯等区域复用国内的成功经验；第三方面，通过小型欧式起重机的研发与生产，切入广阔的传统起重机中低端市场，依靠性能差距与综合能力实现对传统起重机的替代。

● 积极拓展下游应用领域，收购的子公司经营有望向好

定制化生产酿酒机器人，突破高端白酒应用场景。公司的酿酒机器人是以主业起重机根据白酒工艺特点进行定制化生产的产品，主要替代起入窖、起堆的人工操作。经测算，自动化酿造帮助客户实现节省土地资源 50%，节水 54%，节省天然气 20%，降低人工近 70%。本质上，酿酒机器人与欧式起重机形态与作业逻辑相似，仅原有的起升机构进行了根据白酒工艺的定制化设计，因此可将其归入主业口径。

公司依托主业进军重卡换电站，打造高性价比产品，且拥有遍布全国的工程师团队来保障设备有序运行。商用车换电站是自动化起重机的应用场景之一，公司基于自动搬运机器人的技术优势，研发出稳定可靠的换电站设备，创新性推出 3+1 工位小型换电站，可以大幅降低新能源重卡场景落地门槛，投资回报优势明显。目前，公司已经和多家知名企业建立深度合作关系，市场反馈积极，项目开始逐步落地。此外，公司拥有一支遍布全国的服务工程师团队，具备设备稳定运行的服务保障能力。

公司通过外延并购的方式持续拓宽能力边界，站在 24 年的视角来看，Voithcrane/国电大力经营均有望向好。Voithcrane 方面，受欧洲能源、原材料价格上涨导致的低利润订单已逐步消化。国电大力方面，2024 年水利部将积极推进一批重大工程开工建设，新产品缆索式升鱼机亦成功投运，经营有望向好。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年，营业收入为 20.07、23.46、27.97 亿，同比增速分别为 7.33%/16.86%/19.22%；归母净利润为 1.83/2.27/2.8 亿元，同比增速分别为-9.98%/24.00%/23.57%。选取起重机上市公司润邦股份、工程机械企业浙江鼎力、白酒装备上市公司永创智能以及换电站相关上市公司瀚川智能作为可比公司。法兰泰克对标同行业可比公司未来两年的估值来看，处于较低水平，公司 2023-2025 年业绩对应 PE 分别为 14.60/11.78/9.53 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格波动风险；制造业资本开支不及预期风险；市场开拓不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1870	2007	2346	2797
增长率(%)	17.71	7.33	16.86	19.22
EBITDA(百万元)	267.65	315.80	383.77	468.46
归属母公司净利润(百万元)	203.27	182.97	226.88	280.36
增长率(%)	9.72	-9.98	24.00	23.57
EPS(元/股)	0.56	0.51	0.63	0.78
市盈率(P/E)	13.15	14.60	11.78	9.53
市净率(P/B)	1.85	1.76	1.65	1.52
EV/EBITDA	13.34	8.84	7.93	6.21

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 欧式起重机龙头，经营业绩实现稳健增长	7
1.1 欧式起重机龙头，聚焦广阔行业下游的中高端客户	7
1.2 公司营收、业绩持续稳健增长，费用管控得当	9
1.3 公司账款管理能力与现金流较优秀，现金分红率稳定	11
2 欧式起重机渗透率有望持续上行，出海与标机为两大增长点	13
2.1 欧式起重机属中高端通用起重机，具轻量化、低能耗、高性能三特点	13
2.2 欧式起重机具长期成长属性，壁垒为整体方案解决能力/零部件自产能力	15
2.3 安徽产业园打破产能瓶颈，出海&标机为未来的重要增长点	17
3 积极拓展下游应用领域，收购的子公司经营有望向好	19
3.1 定制化生产酿酒机器人，拓展高端白酒客户的应用场景	19
3.2 依托主业进军重卡换电站，打造业务新增长点	20
3.3 外延并购拓宽能力边界，Voithcrane/国电大力经营均有望向好	23
4 盈利预测与估值	26
4.1 盈利预测	26
4.2 相对估值	27
5 风险提示	28

图表目录

图表 1: 公司下游行业应用.....	7
图表 2: 公司发展历程.....	8
图表 3: 公司实控人金红萍、陶峰华夫妇合计持有公司 44.71%股份.....	9
图表 4: 近年公司营收保持稳健增长.....	9
图表 5: 近年公司业绩保持稳健增长.....	9
图表 6: 起重机相关产品和服务营收占比超八成.....	10
图表 7: 起重机相关产品和服务毛利占比超九成.....	10
图表 8: 公司毛利率情况.....	10
图表 9: 公司费用率情况.....	11
图表 10: 公司账款管理能力优秀.....	12
图表 11: 公司经营活动现金净流量情况.....	12
图表 12: 公司收现比情况 (%).....	12
图表 13: 公司现金分红情况.....	13
图表 14: 门式起重机.....	13
图表 15: 桥式起重机.....	13
图表 16: 门桥式起重机销量及产值情况 (全国).....	14
图表 17: 公司设计的 80 吨的起重机与传统设计的起重机对比图.....	14
图表 18: 公司欧式电动葫芦桥式起重机和 QD 型桥式起重机比较.....	15
图表 19: 门桥式起重机市场格局呈逐渐集中趋势 (全国).....	15
图表 20: 公司市占率持续上升 (全国).....	16
图表 21: 公司掌握重要核心零部件——起升机构的自产能力.....	16
图表 22: 公司物料搬运设备产能情况及产能利用率.....	17
图表 23: 公司积极参加展会, 拓展海外市场.....	18
图表 24: 科尼营收/利润情况.....	18
图表 25: 公司出口与科尼营收对比 (2022 财年).....	18
图表 26: 国台酿酒机器人 (图一).....	19
图表 27: 国台酿酒机器人 (图二).....	19
图表 28: 泸州老窖酿酒机器人应用案例.....	20
图表 29: 416 充换一体版重卡 (自卸车).....	20
图表 30: 428 新能源重卡 (重载自卸车).....	20
图表 31: 国家/地方政府出台的新能源重卡/换电重卡相关政策 (部分).....	21
图表 32: 细分用途下, 电动重卡渗透潜力展望.....	22
图表 33: 公司 3+1 工位小型站.....	23
图表 34: Voithcrane 主要产品.....	23
图表 35: Voithcrane 经营业绩情况梳理.....	25

图表 36: 新疆 JH 二级水利枢纽缆索起重机	25
图表 37: 西藏加查水电站缆索起重机	25
图表 38: 国电大力首创的缆索式升鱼机	26
图表 39: 业务分拆测算表	27
图表 40: 可比公司估值表	27

1 欧式起重机龙头，经营业绩实现稳健增长

1.1 欧式起重机龙头，聚焦广阔行业下游的中高端客户

法兰泰克是知名的欧式起重机及物料搬运产品的专业制造和服务供应商，业务集先进装备研发、设计、制造、安装、服务于一体，可为客户提供起升吨位从 60kg 到 600 吨的定制化解决方案，并提供全生命周期服务。公司核心产品包括欧式起重机和电动葫芦、缆索起重机、自动化起重机等物料搬运设备，拥有自重轻、安全可靠、性能优良、节能高效的优点，所属的行业门类为通用设备制造业。公司的物料搬运解决方案覆盖广阔的行业下游，主要包括：机械设备行业（如自动化设备、水利水电设备、轨交设备、各类专用及通用设备）、电力设备行业（如风电设备、光伏设备、电网设备）、汽车行业（含乘用车、商用车、零部件）、轻工制造（如造纸、包装印刷）、建筑装饰行业（如基础建设、专业工程等）、食品饮料行业（白酒）等，服务全球中高端客户超过 5000 家。

图表1：公司下游行业应用

行业应用



我们拥有热诚的员工和优异的研发能力，至真至诚地与客户进行沟通，了解客户需求，提供客户定制化的物料搬运产品、解决方案和服务，全力帮助客户长期创造价值，实现双赢，共同成功，并通过我们的共同努力，不断推进起重机及物流搬运行业的发展。

起重机产品推荐



军工 >	航空航天 >	食品 / 医药 >	核电 / 能源 >
隧道盾构 >	风电 >	汽车 >	垃圾处理 >
造纸 / 纸浆 >	工程机械 >	轨道交通 >	冶金 >
石油化工 >	船舶 >	金属 >	矿业 >

资料来源：法兰泰克官网，中邮证券研究所

公司成立于 2002 年，始终围绕起重主业发展，推动零部件自产进程，通过并购积极补足自身短板，积极开拓不同下游的优质客户。2002 年，公司成立于上海，为客户提供起重机和物料搬运解决方案，但此时公司还没有能力自主生产电动葫芦等关键零部件；2007 年，公司

投资法兰泰克起重机械（苏州）有限公司，投资总金额为 1500 万美金；2012 年，法兰泰克改制成立，引入复星创富和诚鼎投资等战略投资者；同年，公司并购诺威起重设备（苏州）有限公司，该子公司主要从事电动葫芦等起重机零部件的研发、制造和销售，其主要产品为环链电动葫芦、钢丝绳电动葫芦；2015 年，公司投资成立苏州一桥传动设备有限公司，主要从事电动葫芦专用传动设备的研发、生产和销售；2017 年，公司于上海证券交易所成功挂牌上市；2018 年，公司耗资 4 亿收购奥地利特种起重机巨头 voithcrane，获得了国际领先的自动化/智能化物料搬运解决方案的研发和制造技术与历史悠久的高附加值品牌；2019 年，公司收购杭州国电大力工程有限公司，进入电力、水利市场；2020 年，公司于常州市新建工厂，主要从事高空作业平台等工程机械的业务；2021 年，公司新设安徽子公司，进一步提升智能装备产能；2022 年，公司依托主业，开拓酿酒机器人/重卡换电站等业务；2023 年，公司设立越南分公司，积极开拓海外市场。

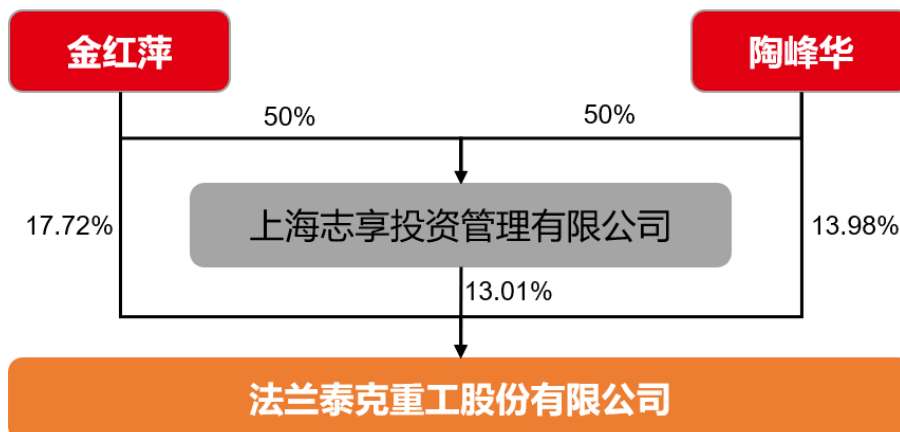
图表2：公司发展历程

时间	公司发展历程中的重大事件
2002	成立于上海，为客户提供起重机和物料搬运解决方案
2007	投资法兰泰克起重机械（苏州）有限公司，投资总金额为 1500 万美金
2009	获得国家质量监督检验检疫总局颁发的 A 级安装、改造维修许可证；获得德国莱茵公司认证和颁发的 ISO9001 质量管理体系认证证书和 ISO14001 的环境管理体系认证证书
2011	通用门式起重机荣获高新技术产品
2012	改制成立，引入复星创富和诚鼎投资等战略投资者；并购诺威起重设备（苏州）有限公司；三期制造车间投入使用，总生产面积 30000 平方米
2015	成为中国重机协会桥机专委会副理事长单位；投资成立苏州一桥传动设备有限公司；投资成立法兰泰克（苏州）智能装备有限公司
2017	在上海证券交易所成功挂牌；在天津投资新建新工厂；设立香港和新加坡全资子公司，布局东南亚市场。
2018	耗资 4 亿收购奥地利特种起重机巨头 voithcrane
2019	研制的门架式数控智能识别分拣机荣获江苏首套重大装备产品；收购杭州国电大力工程有限公司
2020	于常州市新建工厂，主要从事高空作业平台等工程机械相关业务
2021	新设安徽子公司，进一步提升智能装备产能
2022	依托主业，开拓酿酒机器人/重卡换电站业务
2023	设立越南分公司

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司股权结构清晰，公司实控人金红萍、陶峰华夫妇合计持有公司 44.71% 股份。截至 2023Q1，公司实控人金红萍、陶峰华夫妇，分别持有公司 17.72% 和 13.98% 的股份。同时，公司实控人金红萍、陶峰华夫妇通过上海志享间接持有公司 13.01% 的股份。

图表3：公司实控人金红萍、陶峰华夫妇合计持有公司 44.71%股份

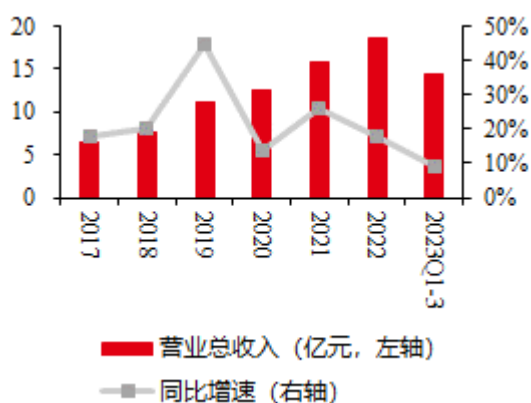


资料来源：iFind，企查查，中邮证券研究所

1.2 公司营收、业绩持续稳健增长，费用管控得当

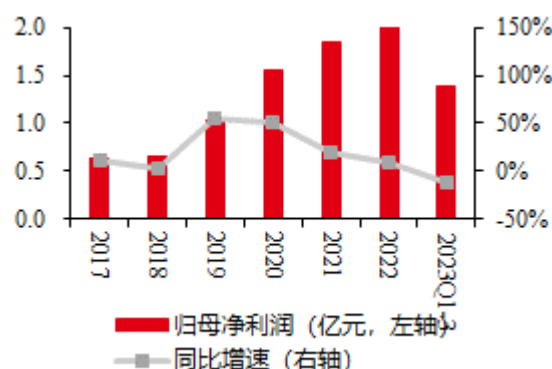
近年公司营收、业绩均保持稳健增长。公司 2019 至 2023Q1-3 年营业总收入分别为 11.06、12.61、15.89、18.70、14.45 亿元，同比分别增长 44.80%、14.02%、26.03%、17.71%、9.17%；实现归母净利润 1.03、1.55、1.85、2.03、1.39 亿元，同比分别增长 55.69%、50.79%、19.69%、9.72%、-11.83%。

图表4：近年公司营收保持稳健增长



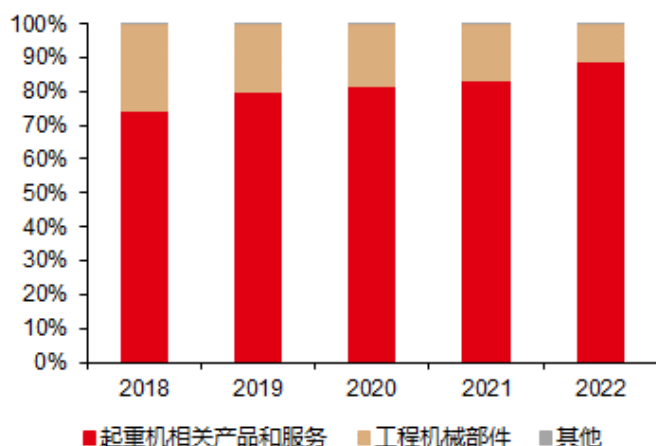
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表5：近年公司业绩保持稳健增长

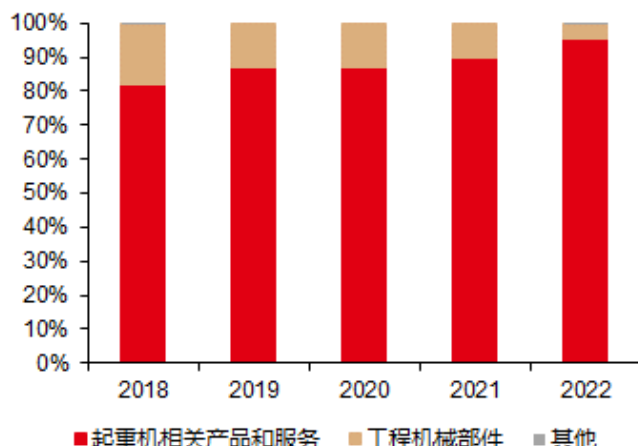


资料来源：iFind，中邮证券研究所

起重机相关产品和服务为公司唯一主业，营收占比超八成，毛利占比超九成。2018-2022 年，公司起重机相关产品和服务业务营收占比分别为 74.0%/79.6%/81.3%/83.1%/88.9%，毛利占比分别为 82.0%/87.0%/87.1%/89.8%/95.3%。此外，公司还有工程机械部件业务，但营收、毛利占比总体均呈下降趋势。

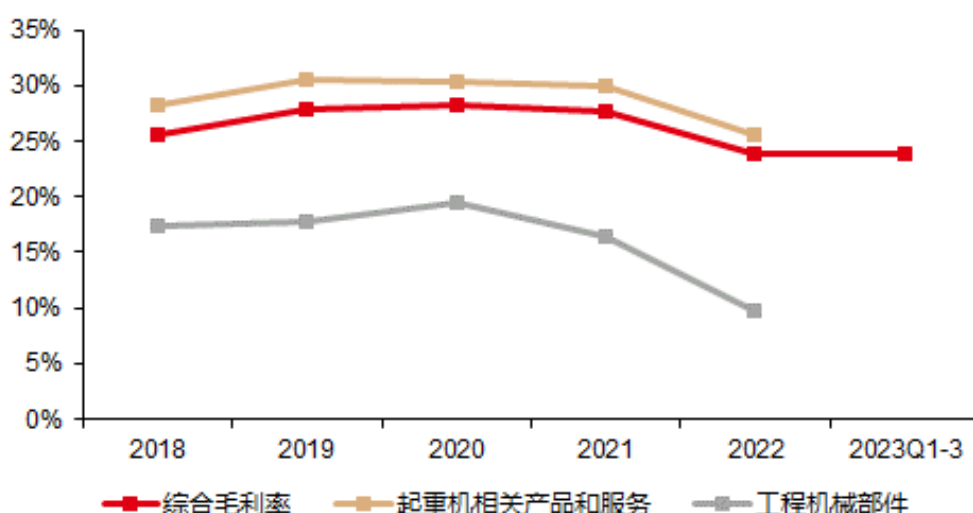
图表6：起重机相关产品和服务营收占比超八成


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：起重机相关产品和服务毛利占比超九成


资料来源：iFind，中邮证券研究所

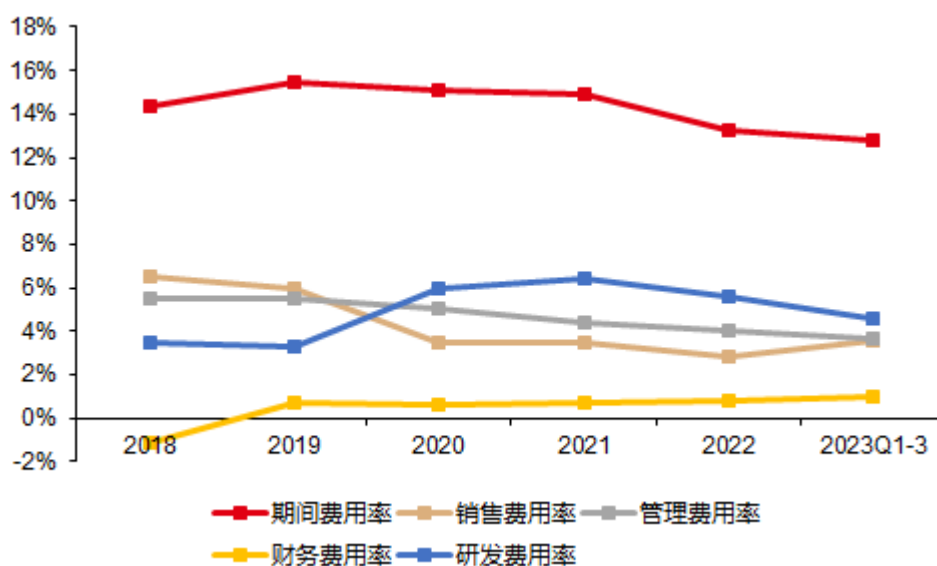
2022/2023Q1-3 毛利率降低主要受海外子公司/工程机械业务综合影响。2019 至 2023Q1-3，公司综合毛利率分别为 27.91%/28.25%/27.66%/23.89%/23.88%，2022 与 2023Q1-3 明显低于其他年份，其原因包括：1、受俄乌战争影响，材料与能源价格上涨，奥地利子公司 Voithcrane2022 年实现营收 3.6 亿元，实现净利润仅 638.22 万元，2022 年境外毛利率同减 8.19pct 至 13.1%，2023H1 实现营收 1.2 亿元，实现净利润 791.04 万元，利润率仍未达到 2020 与 2021 年的水平；2、工程机械行业下行，2022 年该业务毛利率同比下滑 6.61pct 至 9.82%，且 2023 年工程机械行业仍呈现下行趋势；3、汽车大订单毛利率相对较低，拖累 2023Q1 毛利率表现。展望未来，白酒等自动化程度较高的业务与国内起重机业务出海会推动毛利率上行，奥地利子公司/工程机械业务亦存在复苏预期，我们认为公司毛利率有望企稳。

图表8：公司毛利率情况


资料来源：iFind，中邮证券研究所

公司费用管控得当，期间费用率持续下降。公司 2019 至 2023Q1-3 期间费用率分别为 15.48%/15.12%/14.94%/13.27%/12.82%，其中销售费用率分别为 5.97%/3.52%/3.47%/2.85%/3.54%；管理费用率分别为 5.49%/5.03%/4.39%/4.05%/3.70%；财务费用率分别为 0.72%/0.60%/0.68%/0.76%/1.01%；研发费用率分别为 3.30%/5.97%/6.41%/5.60%/4.58%。从数据中可以看出，公司的销售费用率、管理费用率均呈现下降趋势（2023 年销售费用率有所上升，主因公司加大海外业务开拓力度），期间费用率持续下降，我们判断其主要原因为规模效应的影响，随着公司整体产能/产值的进一步增加，该趋势有望得到延续。

图表9：公司费用率情况

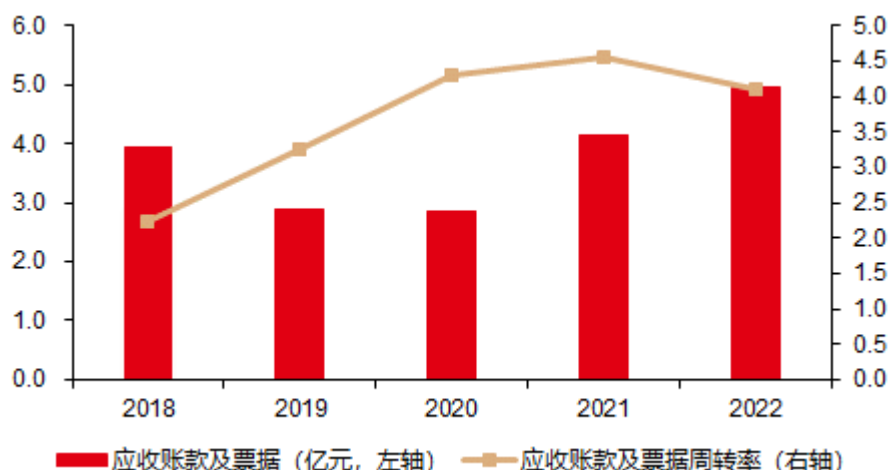


资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.3 公司账款管理能力与现金流较优秀，现金分红率稳定

公司账款管理能力优秀，下游客户多为各细分行业龙头，坏账风险较低。2018-2022 年，公司应收账款及票据分别为 3.94/2.88/2.86/4.14/4.97 亿元；应收账款及票据周转率分别为 2.22/3.24/4.39/4.54/4.11，除 2022 年外整体呈上行趋势，证明了公司优秀的账款管理能力。我们认为该能力主要源自：公司欧式起重机存在轻量化、低能耗、高性能三大特点，但价格相对较高，因而下游客户多为各细分行业龙头，付款能力相对较强，坏账风险较低。

图表10：公司账款管理能力优秀



资料来源：iFind，中邮证券研究所

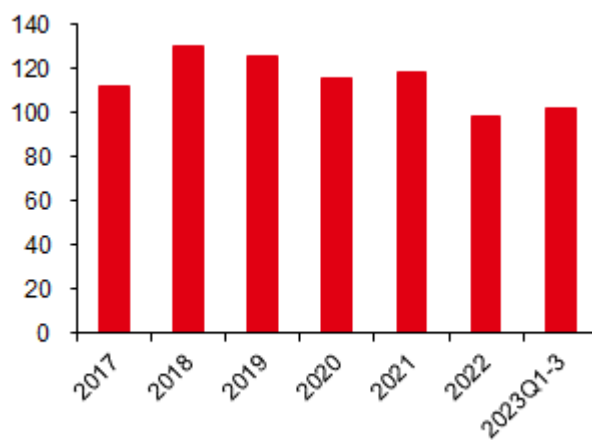
2023 年经营现金流有所好转。公司 2019 至 2023Q1-3 的经营活动现金净流量分别为 2.09/1.97/1.34/0.11/1.49 亿元，与当期归母净利润之比分别为 2.04/1.27/0.72/0.05/1.07，现金流和净利润基本可以匹配；收现比分别为 126%/115%/119%/99%/102%。

图表11：公司经营活动现金净流量情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

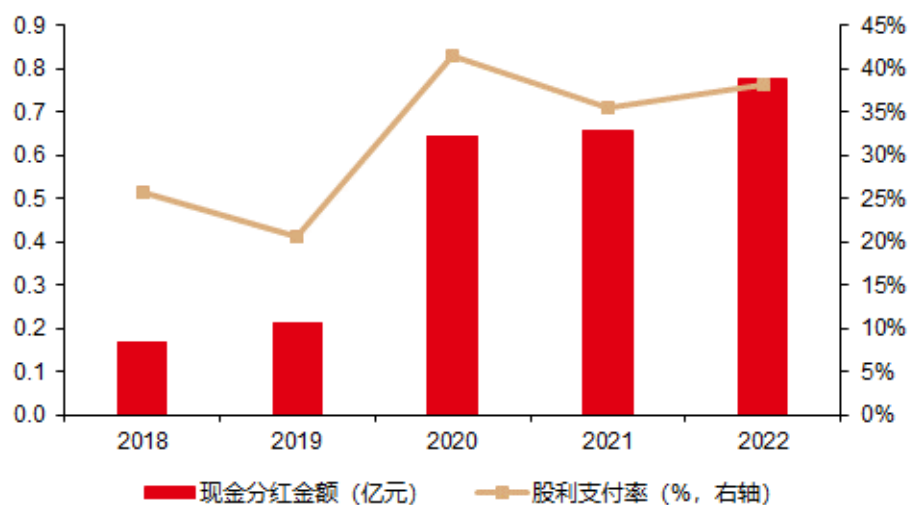
图表12：公司收现比情况 (%)



资料来源：iFind，中邮证券研究所

优秀的现金流保障公司持续的分红能力。2020、2021、2022 公司股利支付率分别达 41.38%、35.5%、38.23%，在优秀的现金流保障下，公司有望保持该分红比例。假定 2023 年公司每股股利与 2022 年一致，为 0.26 元，对应 2024/2/23 日收盘价 7.42 元来看，股息率为 3.5%，对于一家仍在成长阶段、有一定资本开支的企业而言，该分红率是较为优秀的。

图表13：公司现金分红情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 欧式起重机渗透率有望持续上行，出海与标机为两大增长点

2.1 欧式起重机属中高端通用起重机，具轻量化、低能耗、高性能三特点

门桥式起重机与工程起重机存在较大的差别。通常讲的起重机主要指工程起重机，包括塔式起重机、汽车起重机、随车起重机等，其与工程机械景气度关联性较强，因而周期性较强。而门、桥式起重机为工业起重机，主要用于厂房、港口等场景，下游行业分布广泛，涵盖装备制造、能源电力、交通物流、汽车、船舶、冶金、建材、造纸、食品饮料等多个制造业门类，因而周期性弱，主要随制造业固定资产投资增长而稳健增长。

图表14：门式起重机



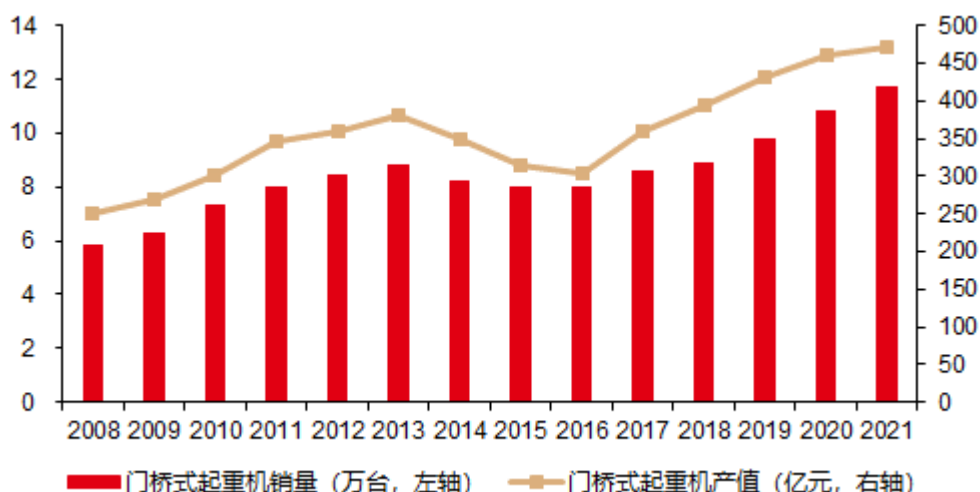
资料来源：法兰泰克官网，中邮证券研究所

图表15：桥式起重机



资料来源：法兰泰克官网，中邮证券研究所

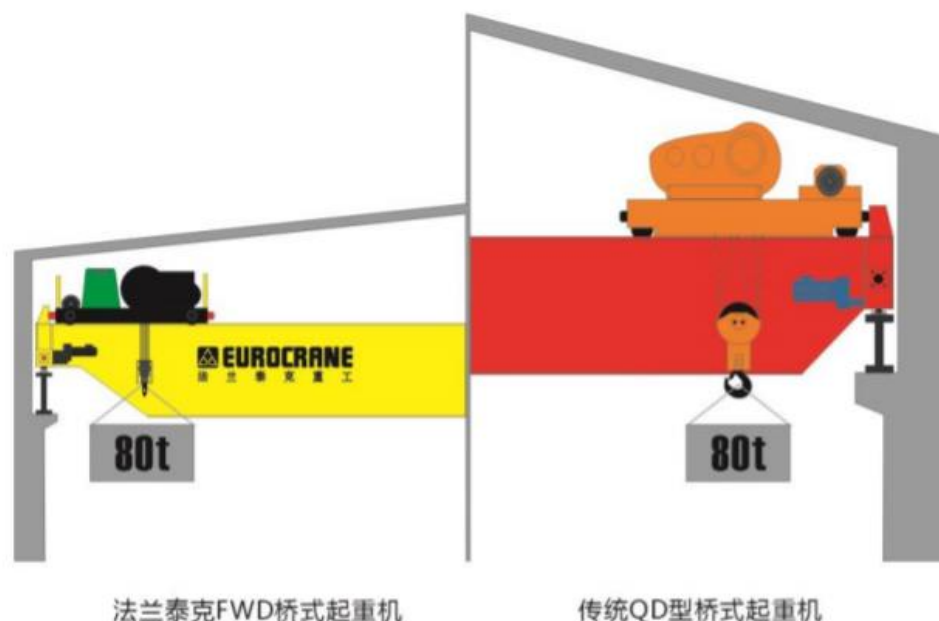
图表16：门桥式起重机销量及产值情况（全国）



资料来源：中国重型机械工业年鉴，夏雯等，中邮证券研究所

欧式起重机属门桥式起重机中高端产品，具有轻量化、低能耗、高性能三大特点。与传统门桥式起重机相比，欧式起重机是基于欧洲轻量化和模块化设计理念以及先进生产制造工艺，使整个起重机的结构紧凑，运行平稳，自重减轻，高度降低，节能减耗，大大减少用户对起重机运行厂房的建造成本和起重机运行费用，相比于传统的相同起重量、相同跨度和相同工作级别的起重设备在运行过程中能耗能降低 30%以上，可提高起重机的整机品质和运行性能。在价格上，欧式起重机较传统起重机存在溢价，具体溢价程度与吨位、定制化程度、自动化程度相关，以 20 吨的起重机为例，欧式起重机较传统门桥式起重机贵 20%左右。

图表17：公司设计的 80 吨的起重机与传统设计的起重机对比图



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

图表18: 公司欧式电动葫芦桥式起重机和 QD 型桥式起重机比较

部件名称	欧式电动葫芦桥式起重机	QD 型桥式起重机	重量比(欧式/QD)
小车重量	5,000Kg	12,000Kg	42%
主梁重量	19,500Kg	23,784Kg	82%
端梁重量	1,764Kg	4,460Kg	39%
大运机构重量	1,136Kg	5,660Kg	20%
机构附件重量	7,060Kg	8,376Kg	84%
电气部分重量	760Kg	2,118Kg	36%
整机重量	35,220Kg	56,398Kg	62%
最大轮压	170KN	434KN	39%

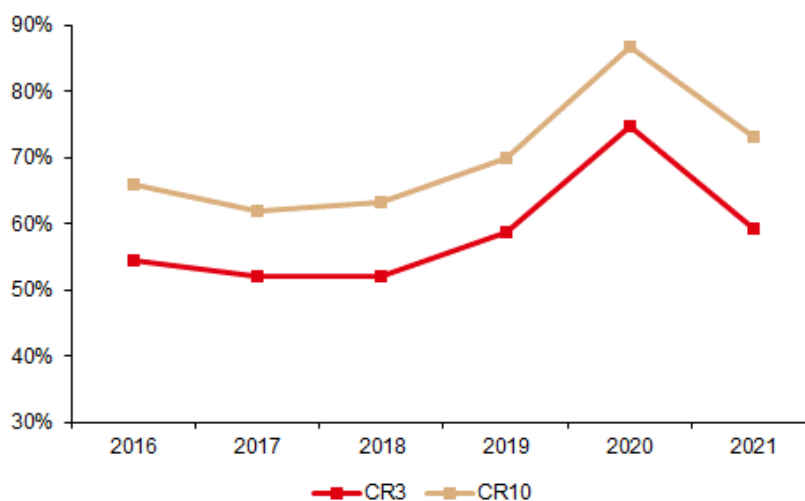
资料来源: 公司招股说明书, 中邮证券研究所

2.2 欧式起重机具长期成长属性, 壁垒为整体方案解决能力/零部件自产能力

门桥式起重机中, 欧式起重机占比较小, 但份额有望持续提升, 长期视角看是个有成长性的细分赛道。当前门桥式起重机市场中, 绝大部分为中低端市场产品, 欧式起重机渗透率仅为 10%-15%。随着下游制造业集中程度不断提升, 近年来的新增投资主要由具备领先优势的头部企业完成, 欧式起重机市场空间不断扩大。并且随着制造业的转型升级, 下游行业对生产降本增效、安全可靠、节能降耗的要求不断提高, 欧式起重机在技术形态与使用体验上均具有显著迭代优势, 因而我们认为欧式起重机渗透率有望持续提升。

自动化、智能化为长期趋势, 行业壁垒有所增加, 门桥式起重机市场格局正逐渐集中。随着新一代信息通信、新材料、新能源等技术不断突破, 尤其是智能工厂的诞生, 需要配备自动化、智能化的物料搬运设备, 装备智能控制系统, 与 MES/ERP 无缝对接, 与其他智能设备互联互通, 通过集成高速运行精准定位、智能防摇、非标定制吊具等功能模块, 实现全自动化物料搬运。在这样的趋势下, 设计能力相对薄弱、创新能力不强的小型企业的利润空间将被进一步挤压。而在设计能力、规模优势、售后服务等方面领先的企业有望进一步提升市场份额。

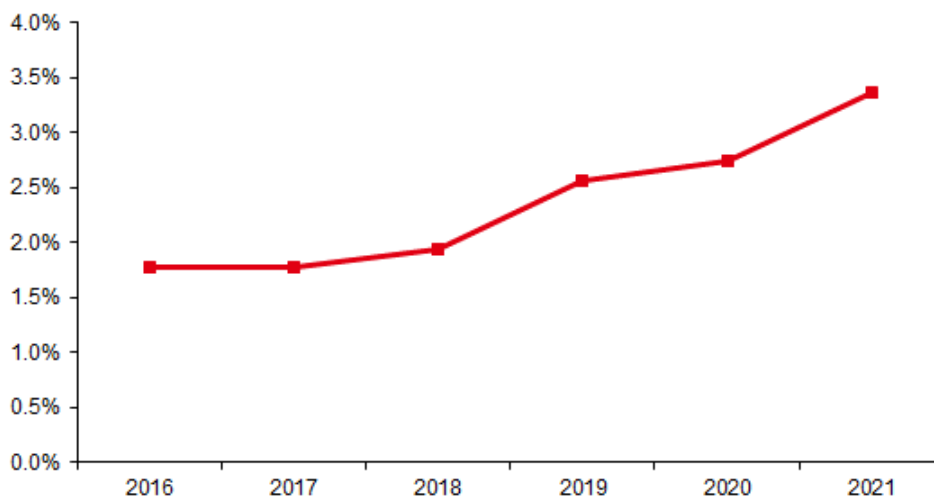
图表19: 门桥式起重机市场格局呈逐渐集中趋势(全国)



资料来源: 重型机械工业年鉴, 夏雯等, 中邮证券研究所

欧式起重机在生产中的重要作用与占整体投资额较小的特点，决定了该赛道的品牌效应容易累积，优质的产品会带来较强的客户粘性。公司依靠产品、服务与渠道来构建壁垒，增强客户粘性，市占率持续上升。2021年，公司市占率约为3.37%；从2022/2023年行业的情况与法兰泰克的营收增长速度来看，我们认为公司市占率仍在持续提升。

图表20：公司市占率持续上升（全国）



资料来源：重型机械工业年鉴，夏雯等，iFind，中邮证券研究所

注：市占率按公司营业总收入/当年门桥式起重机产值估算

产品方面，公司深耕物料搬运领域多年，产品系列齐全，核心部件自制，能够给各细分行业龙头定制化设计物料搬运解决方案，可靠性强且性价比高。公司已掌握欧式起重机核心设计能力和各关键部件的核心工艺和制造能力，积累了欧式起重机在各行业多种特殊需求的经验。公司生产的核心零部件起升机构，除自供外，已经形成一定规模的销售。公司拥有系列齐全的标准产品可以满足客户不同的需求；通过模块化、轻量化的设计来保证产品优良的性能；能够针对客户的特殊需求，设计特种用途起重机为客户提供最佳的特殊需求解决方案。公司的起重机产品具有安全可靠、控制技术先进、关键部件品质高、起升运行稳定、定位精准、生产效率高、维护成本低等优势。

图表21：公司掌握重要核心零部件——起升机构的自产能力



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

服务方面，公司提供产品全生命周期服务，拥有一支遍布全国的专业的服务团队，坚守客户至上的理念，通过预防式维保服务和快速响应机制，大幅缩短设备故障时间，保障客户实现物料搬运设备的“无忧使用”。公司提供的服务业务包括维保、零部件、改造、培训、年检全面服务，伴随起重机设备整个生命周期，良好的服务能力将有效提高客户粘性，提升复购率。

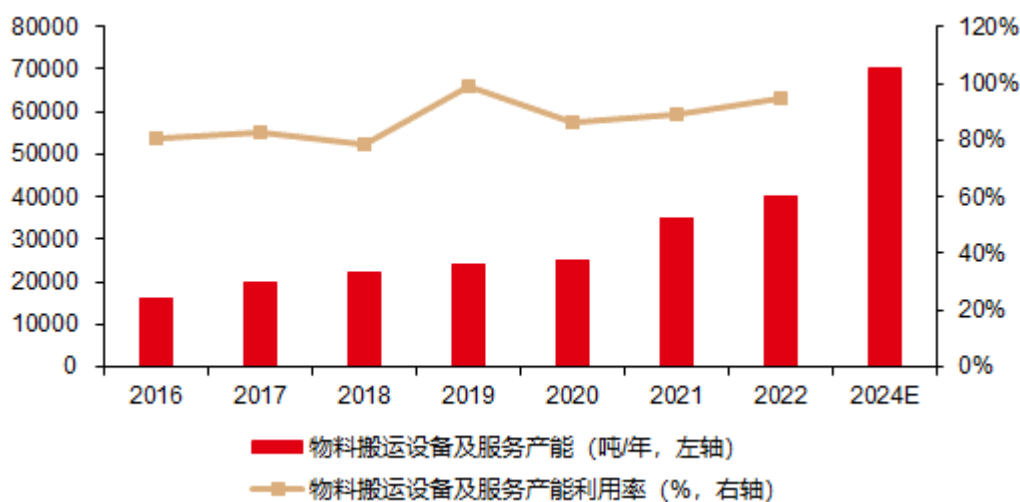
渠道方面，公司凭借先进的技术、安全可靠的性能及专业的服务，与客户共同成长，积累了优质的客户资源和良好的市场口碑。当下，公司定位中高端，服务于二十多个下游行业，主要客户为各个行业下游具有领先优势的客户，具备较强的跨周期调节能力。

2.3 安徽产业园打破产能瓶颈，出海&标机为未来的重要增长点

公司产能利用率上升趋势明显。受益于公司在产品、服务与渠道等方面的优秀能力，2016年-2022年公司产能利用率分别为80.45%/83.01%/78.51%/98.68%/86.30%/88.92%/94.75%，呈上升的趋势。值得注意的是，公司采取的是以销定产的模式，更体现其产能利用率的可靠性。

安徽产业园一期将增加3万吨智能物料搬运装备的生产能力，主要生产标准起重机（特点为起重吨数、单价均较低，采取经销模式销售），预计2024年开始逐步释放产能。2022年7月，公司使用预计结余募集资金1.5亿元投向安徽物料搬运装备产业园（一期）项目。项目完全达产后预计将实现年产3万吨智能物料搬运装备的生产能力，预计年营业收入11.02亿元，净利润达1.15亿元，利税0.92亿元。项目投资静态回收期为8.22年（含建设期），税后内部收益率为16.20%。一期项目完工后，公司还将开启安徽产业园二期项目，产能有望进一步提升。

图表22：公司物料搬运设备产能情况及产能利用率



资料来源：公司债券信用评级报告，中邮证券研究所

注：2024E 为公司 2022 年产能加上安徽产业园一期产能

展望公司未来的市场开拓路径，第一方面，沿袭过往成功路线，通过对电动葫芦等核心零部件的持续研发投入，减小与科尼/德马格等进口品牌的差距，持续推进高端起重机领域的国产替代；第二方面，海外制造业景气度相对较高，以跟随国产企业出海，或是在当地积极寻找项目的形势，实现国产起重机出海，在东南亚、中东、独联体、俄罗斯等区域复用国内的成功

经验；第三方面，通过小型欧式起重机的研发与生产，切入广阔的传统起重机中低端市场，依靠性能差距与综合能力实现对传统起重机的替代。

图表23：公司积极参加展会，拓展海外市场

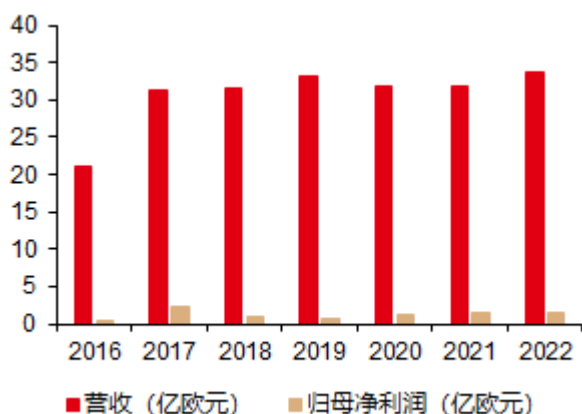


资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

注：该图片取自为法兰泰克参加的 2023 年越南国际机床及金属加工展览会

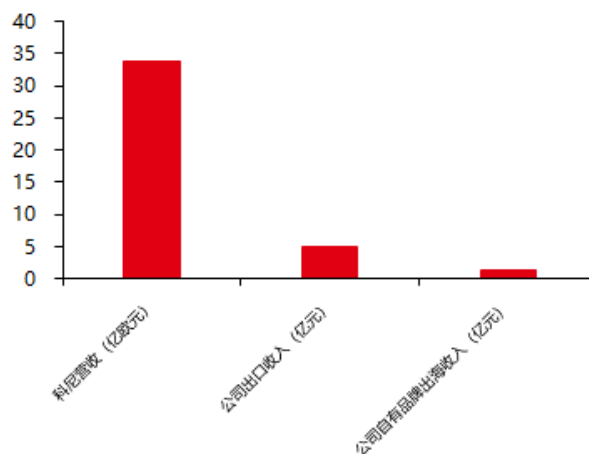
海外欧式起重机市场拓展空间广阔。以海外欧式起重机龙头公司科尼(Konecranes)为例，其海外营收常年维持在 30+亿欧元的水平，法兰泰克 2022 年营收仅为 18.7 亿元，与科尼仍存在较大差距，若单纯看海外业务，不考虑奥地利子公司的贡献，法兰泰克自有品牌出海与科尼存在的差距更大，出海拓展空间广阔。

图表24：科尼营收/利润情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表25：公司出口与科尼营收对比（2022 财年）



资料来源：Wind，iFind，中邮证券研究所

3 积极拓展下游应用领域，收购的子公司经营有望向好

3.1 定制化生产酿酒机器人，拓展高端白酒客户的应用场景

公司的酿酒机器人是以主业起重机根据白酒工艺特点进行定制化生产的产品，主要替代起入窖、起堆的人工操作。以国台的智能酿造车间为例，每台起重机均配有伸缩式机械手系统，翻转料斗小车系统，PLC 控制系统，5G 无线通信系统，刚性防摇系统、3D 扫描、视频监控、安全保护系统，柔性触点系统，高精度轨道系统及承轨梁系统等。在生产场景中配备抓斗和翻转料斗，通过程序逻辑控制及激光定位防撞，实现两套机构同时工作，提高生产效率。本质上，酿酒机器人与欧式起重机形态与作业逻辑相似，仅原有的起升机构进行了根据白酒工艺的定制化设计，因此可将其归入主业口径。

酿酒机器人可以起到节省土地资源、节约水与天然气、降低人工的效果。在酿酒流程中的起堆、移堆、起窖、入窖等环节需要繁重的人工劳动，酿酒机器人以刚性伸缩臂加智能防摇系统的软硬件设计，实现了水平移动速度快、精准度高的要求，助力客户实现全流程的自动化酿造。经测算，自动化酿造帮助客户实现节省土地资源 50%，节水 54%，节省天然气 20%，降低人工近 70%。

公司已经取得法兰泰克酿酒机器人自动起堆控制软件、自动下窖控制软件、自动起窖调校控制软件、铜电解多功能起重机控制软件等 4 项软件著作权，为公司在智能酿酒等自动化领域的持续稳健发展奠定良好基础。

图表26：国台酿酒机器人（图一）



资料来源：国台官网，中邮证券研究所

图表27：国台酿酒机器人（图二）



资料来源：国台官网，中邮证券研究所

根据 2022 年中报，公司交付的自动化酿酒机器人投入使用，取得良好的运行效果，以设备可靠性、服务专业性赢得客户认可，并再度签署超 2 亿元酿酒机器人订单，主要客户为国台。根据 2022 年报，在技术进步与市场拓展的共同驱动下，酿酒机器人在酱香型、浓香型酒企中均打造出了标杆应用案例，推动客户提高生产效率、提升产品品质、不断升级智能酿造生态系统。

公司与泸州老窖合作，在浓香型白酒亦打造出标杆应用案例。泸州老窖方面认为，与传统生产方式相比，通过智能化改造，酿酒车间高强度体力用工减少 70%，制曲生产用工减少 86%，出酒率提高 5%-10%，优级酒比例提升 10%。

图表28：泸州老窖酿酒机器人应用案例


资料来源：公司微信视频号，中邮证券研究所

3.2 依托主业进军重卡换电站，打造业务新增长点

新能源重卡的发展对减碳意义重大。汽车运行阶段碳排放将在 2028 年达到峰值 9.64 亿吨，而汽车能源周期碳排放会在 2034 年达到峰值 12.17 亿吨，如果扣减石油进口所带来的碳排放，则全生命周期碳排放可以在 2035 年达到峰值 13.68 亿吨。国际汽车工程师学会会士韩志玉指出，商用车是汽车行业碳排放的主要来源，在汽车能源周期碳排放的占比高达 60%（2020-2035 年），其中重卡对碳排放的贡献最大，高达 40%左右并将持续提升，因此新能源重卡的发展对减碳意义重大。

图表29：416 充换一体版重卡（自卸车）


资料来源：三一重工官网，中邮证券研究所

图表30：428 新能源重卡（重载自卸车）


资料来源：三一重工官网，中邮证券研究所

国家与地方持续出台政策鼓励新能源重卡/换电重卡行业发展。一方面，国家对新能源汽车购置补贴延期，且地方政府陆续出台换电重卡/换电站相关补贴政策；另一方面，在双碳政策影响下，国家对于重卡碳排放等相关要求进一步提高，重卡高污染高排放汽车出清现象严重，两大因素综合促进中国新能源重卡行业发展。

图表31：国家/地方政府出台的新能源重卡/换电重卡相关政策（部分）

时间	国家部门/ 地方政府	政策名称	相关内容
2022/7	工业和信 息化等部	《关于印发工业领域碳达峰实 施方案的通知》	加快充电桩建设及换电模式创新，构建便利高效适度超前的充电网络体系。到2030年，当年新增新能源、清洁能源动力的交通工具比例达到40%左右，乘用车和商用车新车二氧化碳排放强度分别比2020年下降25%和20%以上。
2022/1	国务院	《关于印发推进多式联运发展 优化调整运输结构工作方案 (2021—2025年)的通知》	重点区域运输结构显著优化，京津冀及周边地区、长三角地区、粤港澳大湾区等沿海主要港口利用疏港铁路、水路、封闭式皮带廊道、新能源汽车运输大宗货物的比例力争达到80%。
2021/12	国务院	《关于印发“十四五”节能减 排综合工作方案的通知》	全面实施非道路移动柴油机械国四排放标准，基本淘汰国三及以下排放标准汽车。深入实施清洁柴油机行动，鼓励重型柴油货车更新替代。
2022/6	内蒙古伊 金霍洛旗	《伊金霍洛旗支持绿色低碳产 业发展若干政策》	购置最大设计总质量36-49（不含）吨燃料电池重卡，2022年补助6万元/辆，2023年补助4万元/辆，2024年补助2万元/辆；购置最大设计总质量49吨及以上燃料电池重卡，2022年补助8万元/辆，2023年补助6万元/辆，2024年补助4万元/辆。2022-2024年，购置我旗生产或配套我旗企业关键零部件，且最大设计总质量≥49吨的换电重卡，给予2万元/辆补助。
2022/6	山东	《山东促进商用汽车消费若干 措施》	对在省内购置新能源商用车（二手车除外）并上牌的个人消费者，购置20万元（含）以上的，每辆车可申领6000元消费券。购置10万元（含）至20万元的，每辆车可申领4000元消费券；购置10万元以下的，每辆车可申领3000元消费券。
2022/6	成都	《成都市优化能源结构促进城 市绿色低碳发展行动方案》	支持公共停车场、加油加气站等既有非居民小区增设充电、换电设施，按200元/千瓦、300元/千瓦给予建设补贴。
2022/5	武汉	《关于引发武汉市新能源汽车 换电模式应用试点实施方案 (2022-2023年)的通知》	对2023年12月31日前建成投入运营，且接入市级新能源汽车及充电基础设施监管服务平台的换电站，按照换电站设备实际投资额的15%给予投资奖励。
2022/4	重庆	《关于重庆市2022年度新能 源汽车与充换电基础设施财政 补贴政策的通知》	中重型卡车换电站补贴标准：按换电设备充电模块额定充电功率，给予400元/千瓦的一次性建设补贴，单站补贴最高不超过80万元，单个企业补贴不超过500万元。
2021/3	海南	《海南省2022年鼓励使用新 能源汽车若干措施》	在2021-2022年试点期内，对巡游出租车、中重型卡车等重点应用领域示范应用项目给予奖励。其中，对投放换电车辆不低于100辆并实际以换电模式运营的巡游出租车项目，一次性给予200万元的奖励，对投放换电车辆不低于50辆并实际以换电模式运营的中重型卡车项目，给予400万元奖励。

资料来源：政府网站，华经产业研究院，中邮证券研究所

换电重卡的主要使用场景包括封闭场景、短倒运输场景、干线中长途运输场景。

其中封闭场景主要包括港口、钢厂、煤矿等，具有作业区域固定、作业路线不固定的特征。该场景下，重卡常处于24小时连续作业状态，日均行驶里程约80公里/天，具有高频次、高负荷、对运输效率要求高等作业特征。

短倒运输场景具有路线固定、单程距离短的特征，常见场景包括城市渣土运输、铁路转公路接驳运输、煤矿到电厂短途运输等。该场景下，根据运输距离不同，重卡每天能够往返运输4-6次，日均行驶里程约750公里/天，使用换电重卡可每单程或往返1次更换1块电池，几乎不影响运行效率，可实现对柴油重卡的替代，具备较好的应用潜力。

干线中长途运输场景下，重卡日均行驶里程可达800公里以上，对运输效率要求较高。使用换电重卡能够满足对运输效率的要求，但需要提前进行换电站基础设施建设，当前尚不具备大规模应用的条件，渗透潜力较低。

图表32：细分用途下，电动重卡渗透潜力展望

电动重卡的渗透率 - 细分用途

细分市场	使用场景	重卡市场的百分比	适用范围			渗透潜力
			距离	负荷	适用行业	
拖头车	主干线运输	7.7%	> 1000公里	43吨/49吨	物流	低
	长途运输	16.6%	> 1000公里	43吨/49吨	物流	低
	中长途运输	10.9%	500-1000公里	43吨/49吨	煤	低
	区域运输	6.1%	200-500公里	43吨/49吨	煤	中
自卸车	长途运输	11.8%	> 500公里	< =31吨	产业	低
	中长途运输	10.1%	300-500公里	< =25吨	产业	低
	区域运输	2.7%	200-400公里	< =25吨	建筑	中
载货车	公路货物的重型运输	4.3%	20-200公里	55-65吨	煤炭、钢铁、建筑 采矿	中
	工作现场的重型运输	5.8%	20-200公里	60-100吨		低
	工作现场的标准荷载运输	5.8%	10-100公里	31-55吨		高
	公路货运的标准荷载运输	7.2%	10-50公里	25-55吨		高
专用车	重型环卫、清理作业	2.1%	< = 50公里	25-40吨	环卫公司	中
	重型危险货物运输	1.4%	100-500公里	25-32吨	能源、化学品	高
	重型建筑作业	6.8%	20-200公里	31-35吨	建筑	高
	重型特种作业	0.6%	10-200公里	25-80吨	能源、建筑	高

来源：案头研究；专家访谈；科尔尼

资料来源：科尔尼，中邮证券研究所

换电重卡潜在的封闭/半封闭倒短存量市场较大。据道路运输网的不完全统计，当前我国各类封闭/倒短运输重卡保有量约在100万辆左右，包括港口短途及港内倒短运输车辆约15-20万辆，矿山内部周转车辆约40-50万辆，钢铁厂厂内物流倒短车辆约8万辆等。

公司依托主业优势，打造高性价比产品，且拥有遍布全国的工程师团队来保障设备有序运行。公司投资设立了上海绿电湾能源科技有限公司，拟以新能源车换电设备制造为抓手、以换电站投资运营为切入点，逐步开拓换电生态业务，布局新能源业务。商用车换电站是自动化起重机的应用场景之一，公司基于自动搬运机器人的技术优势，研发出稳定可靠的换电站设备，创新性推出3+1工位小型换电站，匹配换电重卡行业发展多点位、小规模、灵活便利的特点。基于小型换电站的优势，可以大幅降低新能源重卡场景落地门槛，投资回报优势明显。目前，公司已经和多家知名企业建立深度合作关系，市场反馈积极，项目开始逐步落地。此外，公司拥有一支遍布全国的服务工程师团队，具备设备稳定运行的服务保障能力。

图表33: 公司 3+1 工位小型站



资料来源: 绿电湾公众号, 中邮证券研究所

3.3 外延并购拓宽能力边界, Voithcrane/国电大力经营均有望向好

公司通过外延并购的方式持续拓宽能力边界, 站在 24 年的视角来看, Voithcrane/国电大力经营均有望向好。

(1)Voithcrane

Voithcrane 于 1946 年成立, 1961 年交付第一台起重机, 1971 年改组为目前的公司架构。该公司总部位于奥地利的林兹, 专注于为客户提供定制化的特种起重机及自动化、智能化的物料搬运解决方案, 主要产品为自动化起重机、冶金起重机、电磁吸盘起重机、真空吸盘起重机、堆垛起重机、抓斗起重机等。

图表34: Voithcrane 主要产品



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

Voithcrane 拥有技术、产品、客户、服务、管理等多方面的优势。

技术方面，Voithcrane 能够针对客户的个性化需求，为客户的生产布局、工艺路线和运营效率方面提供专业的咨询建议，并快速为客户提供符合要求的物料搬运解决方案。该公司长期以来专注为客户提供自动化、智能化、安全可靠的个性化物料搬运解决方案，积累了丰富的行业经验和专业技术。为了适应客户的特殊需求，该公司专门研发了多种设计精巧的零部件，譬如：使用特殊设计的车轮组系统，可有效延长运行时间并且维护方便，易于更换；专有的防摇系统，有效控制载荷摇摆的同时显著延长了钢丝绳使用寿命，可大幅度提高运行速度和起重机操作的可靠性。通过专门研发的部件，该公司生产的起重机能够更有效的满足客户的需求，同时运行更安全可靠，效率更高。它擅长于为客户提供对自动化要求高、特殊工作环境比如室外、高温、防尘等情况下使用的起重机、高工作级别起重机，能在有效空间内实现物料高效搬运的解决方案，它提供的起重机处于世界领先水平。

产品方面，Voithcrane 专注于特种起重机行业，拥有超过 60 年的专业经验，标准化和模块化的设计理念贯穿于该公司的各个环节，通过标准化的系列产品，能够为客户更快速的提供解决方案；通过模块化的设计理念，能更快速的为客户交付产品，确保产品的安全可靠，服务更有保障，同时也大大的提升了公司的运营效率。在传统工业自动化、智能化的大潮下，该公司的起重机产品自动化和智能化水平名列前茅，产品可以实现全自动化或者智能化的远程控制，其自动化控制系统能够保证设备平稳运行，自动识别物料高度等属性，合理安排吊运位置，结合高速运行、防摇技术、免维护设计等先进技术，使起重机使用效率能够最大化。

客户方面，Voithcrane 凭借先进的技术、安全可靠的性能及专业的服务，深得用户的肯和信赖，在欧洲地区拥有广泛且稳定的客户群：西门子、宝马、奥迪、舒乐、蒂森克虏伯、维斯塔斯、福伊特造纸、阿尔斯通、瓦锡兰等众多国际知名企业均为公司长期用户。相对于通用起重机，特种起重机的客户更加关心供应商的技术、质量、行业应用和客户口碑，基于公司的长期专注和努力，稳定经营，Voithcrane 成为客户选择特种起重机或者自动化、智能化物料搬运方案的优质供应商。目前，Voithcrane 的销售收入主要来自欧洲国家。

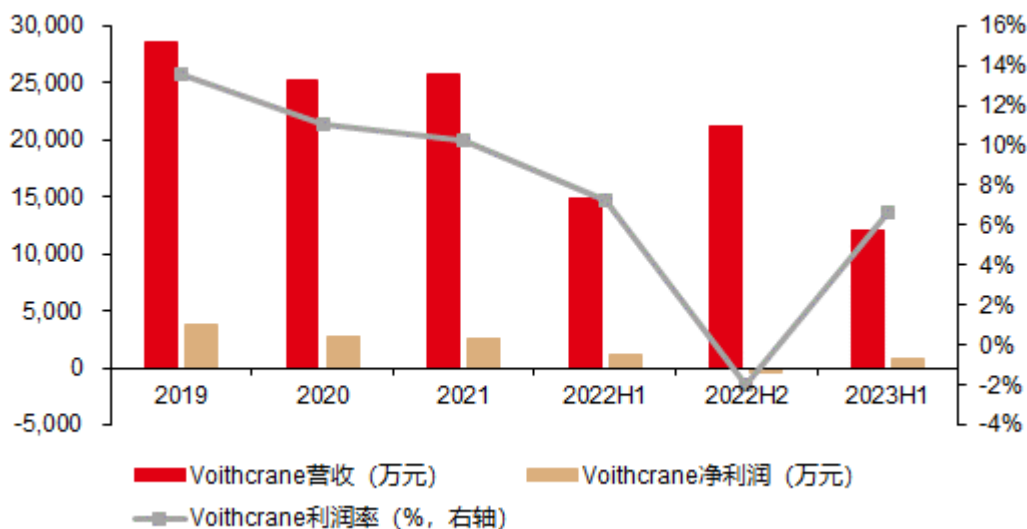
服务方面，Voithcrane 目前每年大约 20%的收入来自后期的维保服务，其服务团队由富有经验的工程师和娴熟的技工组成，基于产品模块化的理念，该公司对常用备件都有库存，可以为客户提供专业而快速的服务，最大限度减少客户停机时间、保证设备正常运行。由于方案的技术领先、产品的稳定可靠和满意的售后服务，其拥有稳定的长期客户群，订单中 80%来自于老客户，服务收入的来源也非常稳定。

管理方面，Voithcrane 的执行董事已担任领导职务超过 20 年，对特种起重机及自动化、智能化物料搬运解决方案在研发、生产、营销、企业内部管理等各方面都有丰富的经验；该公司核心层技术和管理人员都具有丰富的专业技能和行业经验，为公司服务多年。内部人力梯队完善、技术功底扎实，有强大的团队实力，这是该公司多年来稳定运营的基石。Voithcrane 践行精细化管理理念，企业内部建立了精简高效的组织机构、有效的质量管理体系、精益的制造系统，从而能够不断为快速相应客户需求、提升产品质量、缩短生产周期、加快周转效率，降低综合成本，为客户带来更有价值的产品和满意的服务。

2023 上半年 Voithcrane 利润率明显触底回升，公司 2024 年经营有望得到进一步修复。

2022 年，公司利润率出现较为明显的下降，主要原因为俄乌战争使原材料、能源价格上升，在手订单定价时无法预判这些因素，导致订单利润率受损。但从半年度数据来看，公司 2022H1、2022H2、2023H1 利润率分别为 7.20%、-2.01%、6.59%，出现明显的触底回升迹象，低利润订单逐步消化完毕，因此我们认为公司 2024 年经营有望得到进一步修复。

图表35: Voithcrane 经营业绩情况梳理



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

(2) 国电大力

杭州国电大力机电工程有限公司为华电电力科学研究院(原: 国家电力公司杭州机械设计研究所, 注册商标“杭机所”)的转制企业, 具有“杭机所”五十多年起重运输机械领域的专业技术和企业文化等传承, 2020 年公司重组成为法兰泰克重工股份有限公司全资子公司。

公司主要从事起重运输机械的设计研究与产品开发, 是一个以服务于电力、水利、交通、港口为主, 集研究、设计、开发、制造和安装服务于一体的科技型企业 and 标准质量咨询机构。主要经营范围: (1) 缆索起重机; (2) 混凝土布料机及高速皮带输送系统; (3) 门座式起重机; (4) 桅杆起重机; (5) 门式起重机; (6) 桥式起重机; (7) 电气系统; (8) 设备检修。

图表36: 新疆 JH 二级水利枢纽缆索起重机



资料来源: 国电大力官网, 中邮证券研究所

图表37: 西藏加查水电站缆索起重机



资料来源: 国电大力官网, 中邮证券研究所

公司具有悠久的历史技术研究历史和很强的起重运输类非标产品研发能力, 承担了三峡工程大型施工设备和国家科技部专项资金项目《混凝土高速皮带输送和布料系统研究》、《电站建设用 30t 大型缆索起重机的研究》等科研工作。承担了国家发改委、国家质监总局下达的国家标

准与水电行业标准的制订工作，通过了质量管理体系和职业健康安全管理体系认证，拥有多个国家发明专利与实用新型专利，是国家级高新技术企业，具有起重机械制造资质。

公司提供的产品服务于我国上百个中、大型水电水利枢纽工程以及地铁、码头等工程建设中，如：长江三峡工程、龙滩、构皮滩、景洪、拉西瓦、溪洛渡、向家坝、长洲、小湾、金安桥、大岗山、阿海、龙开口、亭子口、锦屏、观音岩、藏木、加查、白鹤滩、乌东德、黄登、JH、叶巴滩、乔巴特、东庄等大型水电站和水利工程，以及广州地铁、秦岭隧道、福建霞浦重件码头、水富重件码头、舟山大小鱼山码头等工程。

公司产品也应用于许多国外工程，如：刚果（布）英布鲁工程、缅甸 YEYWA 工程、刚果（金）布桑加工程、巴基斯坦 DASU 工程等。公司坚持“团结、奋进、务实、创新”的企业精神，树立了“科技服务社会”的企业形象，竭诚为国内外的广大客户服务。

国电大力 2024 年经营、订单有望向好，主要原因包括：1、2024 年水利部将积极推进一批重大工程开工建设，比如，黄河古贤水利枢纽工程、广西洋溪水利枢纽工程等；2、公司国内首创的缆索式升鱼机成功投运，帮助鱼群在大坝的上下游之间进行空中穿梭，作为新产品有望为公司带来新增长点。

图表38：国电大力首创的缆索式升鱼机



资料来源：大力工程设备公众号，中邮证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下假设：

1) 收入方面，受益于下游整体经济逐步恢复/欧式起重机渗透率提升/公司市占率提升，我们预计 2023-2025 年收入增速有望分别达 7.33%/16.86%/19.22%。

2) 毛利率方面，白酒等自动化程度较高的业务与国内起重机业务出海会推动毛利率上行，奥地利子公司/工程机械业务亦存在复苏预期，有望对冲标准小型起重机放量对毛利率带来的不利影响，我们认为公司毛利率有望企稳，23-25 年毛利率分别为 24.15%/24.40%/24.63%。

3) 费用率方面, 随着规模效应的增长, 有望稳中有降。预计公司 23-25 年销售费用率分别为 3.25%、3.10%、3.00%, 管理费用率为 3.7%、3.60%、3.50%, 研发费用率为 5.45%、5.30%、5.15%。

4) 公司 23-25 年的所得税率均为 13.5%。

综上, 我们预计公司 2023-2025 年, 营业收入为 20.07、23.46、27.97 亿, 同比增速分别为 7.33%/16.86%/19.22%; 归母净利润为 1.83/2.27/2.8 亿元, 同比增速分别为 -9.98%/24.00%/23.57%。

图表39: 业务分拆测算表

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
起重机相关产品和服务					
销售收入 (百万元)	1,319.83	1,662.14	1,824.07	2,171.52	2,630.97
增长率	28.8%	25.9%	9.7%	19.0%	21.2%
毛利率	29.9%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
工程机械部件					
销售收入 (百万元)	268.22	207.47	182.57	173.45	164.77
增长率	13.7%	-22.6%	-12.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率	16.4%	9.8%	9.5%	9.2%	9.0%
其他业务					
销售收入 (百万元)	0.94	0.78	0.82	0.86	0.91
增长率	96.2%	-16.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	68.1%	98.8%	60.0%	60.0%	60.0%
合计					
销售收入 (百万元)	1,588.99	1,870.40	2,007.46	2,345.83	2,796.65
增长率	14.0%	17.7%	7.3%	16.9%	19.2%
毛利率	27.7%	23.9%	24.1%	24.4%	24.6%

资料来源: 公司公告, iFind, 中邮证券研究所

4.2 相对估值

选取起重机上市公司润邦股份、工程机械企业浙江鼎力、白酒装备上市公司永创智能以及换电站相关上市公司瀚川智能作为可比公司。法兰泰克对标同行业可比公司未来两年的估值来看, 处于较低水平, 公司 2023-2025 年业绩对应 PE 分别为 14.60、11.78、9.53 倍, 维持“买入”评级。

图表40: 可比公司估值表

代码	证券简称	总市值 (亿)	收盘价	归母净利润 (亿)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002483.SZ	润邦股份	37.59	4.24	0.53	3.40	4.70	5.92	70.71	11.04	7.99	6.35
603901.SH	永创智能	50.16	10.28	2.74	2.50	4.21	5.77	18.33	20.05	11.90	8.70
603338.SH	浙江鼎力	289.78	57.23	12.57	17.35	20.39	24.02	23.05	16.71	14.21	12.06
688022.SH	瀚川智能	26.49	15.06	0.74	0.46	0.82	1.28	36.03	57.58	32.30	20.69
平均值									26.35	16.60	11.95
603966.SH	法兰泰克	26.72	7.42	2.03	1.83	2.27	2.80	13.15	14.60	11.78	9.53

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

注: 润邦股份、永创智能、浙江鼎力、瀚川智能预测数据取自 iFind 一致预期, 截止日期 2024.2.23

5 风险提示

原材料价格波动风险；制造业资本开支不及预期风险；市场开拓不及预期风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	1870	2007	2346	2797	营业收入	17.7%	7.3%	16.9%	19.2%
营业成本	1424	1523	1773	2108	营业利润	8.4%	-7.0%	24.2%	23.7%
税金及附加	12	12	14	17	归属于母公司净利润	9.7%	-10.0%	24.0%	23.6%
销售费用	53	65	73	84	获利能力				
管理费用	76	74	84	98	毛利率	23.9%	24.1%	24.4%	24.6%
研发费用	105	109	124	144	净利率	10.9%	9.1%	9.7%	10.0%
财务费用	14	14	15	21	ROE	14.1%	12.1%	14.0%	16.0%
资产减值损失	-1	-2	-2	-3	ROIC	9.9%	10.3%	11.7%	13.4%
营业利润	228	212	263	325	偿债能力				
营业外收入	5	2	2	2	资产负债率	55.7%	57.0%	58.8%	60.1%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	1.60	1.52	1.45	1.42
利润总额	232	213	264	327	营运能力				
所得税	27	29	36	44	应收账款周转率	4.13	4.22	4.34	4.40
净利润	205	184	229	283	存货周转率	2.27	2.38	2.39	2.39
归母净利润	203	183	227	280	总资产周转率	0.59	0.59	0.63	0.67
每股收益(元)	0.56	0.51	0.63	0.78	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.56	0.51	0.63	0.78
货币资金	411	533	351	544	每股净资产	4.00	4.21	4.49	4.87
交易性金融资产	110	110	110	110	估值比率				
应收票据及应收账款	497	461	630	658	PE	13.15	14.60	11.78	9.53
预付款项	31	33	39	46	PB	1.85	1.76	1.65	1.52
存货	837	853	1114	1224	现金流量表				
流动资产合计	2085	2204	2492	2878	净利润	205	184	229	283
固定资产	383	514	611	675	折旧和摊销	41	58	66	74
在建工程	63	62	61	57	营运资本变动	-256	101	-259	50
无形资产	137	159	182	203	其他	20	35	42	49
非流动资产合计	1181	1336	1456	1540	经营活动现金流净额	11	378	78	455
资产总计	3266	3540	3948	4418	资本开支	-201	-211	-183	-155
短期借款	95	125	155	185	其他	-156	5	5	5
应付票据及应付账款	508	571	691	808	投资活动现金流净额	-357	-205	-178	-150
其他流动负债	704	759	874	1027	股权融资	2	0	0	0
流动负债合计	1307	1454	1719	2021	债务融资	162	80	70	60
其他	512	562	602	632	其他	-116	-131	-152	-172
非流动负债合计	512	562	602	632	筹资活动现金流净额	47	-51	-82	-112
负债合计	1819	2017	2322	2653	现金及现金等价物净增加额	-299	122	-182	193
股本	300	360	360	360					
资本公积金	280	220	220	220					
未分配利润	738	786	853	947					
少数股东权益	5	7	9	11					
其他	123	150	185	227					
所有者权益合计	1447	1523	1626	1765					
负债和所有者权益总计	3266	3540	3948	4418					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048