

2024年05月06日

## 买入（首次覆盖）

# 同力股份（834599）：同力匠心创未来，宽体自卸铸精品

——公司深度报告

## 证券分析师

谢建斌 S0630522020001

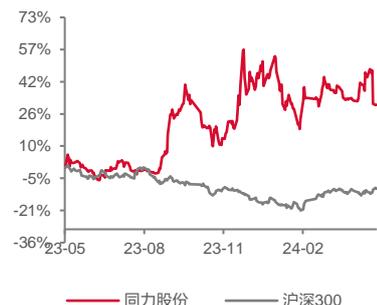
xjb@longone.com.cn

## 联系人

商俭

shangjian@longone.com.cn

数据日期	2024/04/30
收盘价	9.37
总股本(万股)	45,252
流通A股/B股(万股)	22,530/0
资产负债率(%)	57.29%
市净率(倍)	1.61
净资产收益率(加权)	4.67
12个月内最高/最低价	11.78/6.67



## 相关研究

## 投资要点:

- **非公路宽体自卸车创始者和发扬者。**同力股份成立于2004年是非公路宽体自卸车行业的开创者，是行业标准的制定者，产品广泛应用于露天煤矿、铁矿、有色金属矿等行业，且产品已出口至“一带一路”多个沿线国家，形成超过6000台的年产能。根据2019年度销量统计，同力销量达4305台，行业占比达47.62%，处行业龙头地位。
- **盈利水平稳步提升，管理优异费用稳定。**2023年公司产能逐步释放，积极扩展海外市场。2023年实现营收58.60亿元，同比增长12.67%；归母净利润6.15亿元，同比增长31.82%；同时，向全体股东每10股派发现金红利5.00元，预计共派发现金2.26亿元。2023年毛利率和净利率为22.74%和10.59%，实现小幅增长，得益于新产品开发以及海外高速增长。公司费用控制稳定，2023年销售、管理、研发费用率分别仅为5.72%、1.47%和1.77%。
- **非公路宽体自卸车替代优势明显广泛用于露天开采，是结合公路重卡和工程机械两者优势设计，针对露天矿山的开采工况条件专业打造，属我国工程机械的新兴产品。**在经济性、维修成本和运营效率上相对重卡和矿卡优势明显，具有显著的替代趋势。当前，我国露天煤矿、金属矿、基建工程快速发展，为非公路宽体自卸车创造广阔市场需求。
- **煤炭露天开采是世界产煤大国的主要方式，我国存较大增长空间。**露天开采具有产能大、机械化、安全性、矿石损失贫化小、开采成本低等特点。印度、印尼、德国、加拿大露天煤矿产量占比90%以上；澳大利亚、俄罗斯占比在70-90%之间。2022年我国露天煤矿仅占23%。根据中国煤炭工业协会指导意见，提出到2030年露天开采占30%以上的目标。
- **“一带一路”资源丰富与我国优势互补，宽体自卸车出口高增。**“一带一路”沿线国家矿产有近200种，价值约250万亿美元，占全球60%左右，与我国矿品和产业结构互补，然而勘查开采能力弱，而我国有丰富经验和先进设备优势互补。由于非公路宽体自卸车国内首创，国外没有竞品，2022年我国非公路自卸车出口实现高增达10496台，同比增长40.73%。
- **投资建议：**公司是国内非公路宽体自卸车始创者，新能源和矿用自卸车已研发成功实现交付，运营效率优秀，费用控制卓越，人均效益领先。未来海外出口、新能源、智能化和大型化设备趋势给公司业绩带来持续动能。我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为7.64/9.04/10.58亿元，当前PE分别为5.55/4.69/4.01倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观政策风险；经济周期性波动风险；应收账款余额较大风险。

## 盈利预测与估值简表

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	5,860.35	6,604.15	7,406.36	8,255.77
同比增长率（%）	12.67%	12.69%	12.15%	11.47%
归母净利润（百万元）	614.67	764.02	903.64	1,058.00
同比增长率（%）	31.82%	24.30%	18.28%	17.08%
EPS 摊薄（元）	1.39	1.69	2.00	2.34
P/E	7.61	5.55	4.69	4.01

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2023年4月30日盘后）

## 正文目录

<b>1. 非公路宽体自卸车先锋企业稳步成长.....</b>	<b>4</b>
1.1. 公司是非公路宽体自卸车始创者和发扬者 .....	4
1.2. 公司管理团队经验丰富，股权激励激励人心.....	4
1.3. 非公路宽体自卸车产品结构完善，不断迭代更新 .....	5
1.4. 公司业绩稳步增长，管理优秀费用控制合理.....	6
<b>2. 非公路宽体自卸车优势明显广泛用于露天开采.....</b>	<b>8</b>
2.1. 非公路宽体自卸车替代优势明显 .....	8
2.2. 非宽体自卸车广泛应用于露天煤矿、金属煤矿等领域 .....	9
2.3. “一带一路”沿线国家矿产丰富，宽体自卸车出口高增 .....	11
2.4. 宽体自卸车市场前景广阔竞争格局稳定.....	12
<b>3. 核心竞争力确立龙头地位，运营效率遥遥领先.....</b>	<b>14</b>
3.1. 核心竞争力“研发+生产+服务”确立龙头地位 .....	14
3.2. 运营效率领先同行业竞争者，积极分享公司发展成果 .....	15
3.3. 订单充足产能利用率高，海外出口高速增长.....	16
<b>4. 盈利预测 .....</b>	<b>18</b>
4.1. 收入假设及盈利预测 .....	18
4.2. 投资建议 .....	18
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1 同力股份发展历程 .....	4
图 2 公司股权结构（截至 2024 年第一季度） .....	5
图 3 公司营收业绩稳定攀升 .....	6
图 4 公司归母净利润增速稳步提升 .....	6
图 5 公司盈利能力稳步提升 .....	7
图 6 公司各类业务营收占比 .....	7
图 7 公司三费控制有效 .....	7
图 8 研发投入持续稳定 .....	7
图 9 非公路宽体自卸车下游主要为露天煤矿、金属矿、建材矿等 .....	9
图 10 煤炭发电占我国发电主导地位 .....	10
图 11 中国原煤年产量持续增长 .....	10
图 12 世界主要煤炭生产国家露天煤矿产能占比（%） .....	11
图 13 国产铁矿产量稳步增长 .....	11
图 14 八类有色金属产量稳步增长 .....	11
图 15 一带一路沿线国家资源丰富且与我国深度互补 .....	12
图 16 “一带一路”沿线矿产资源占世界产量 .....	12
图 17 非公路自卸车出口数量激增 .....	12
图 18 国内非公路自卸车销量规模高速增长 .....	13
图 19 “研发+生产+服务”打造同力核心竞争力 .....	14
图 20 2023 年公司费用远低于同行业竞争者（%） .....	16
图 21 2023 年公司人均创收遥遥领先同行业竞争者 .....	16
图 22 2023 年公司预计派发现金红利 2.26 亿 .....	16
图 23 公司 ROE 长期领先同业竞争者(%) .....	16
图 24 公司海外收入高速增长 .....	17
图 25 海外毛利率显著高于国内 .....	17
表 1 股权激励提振信心绑定公司核心团队 .....	5
表 2 同力股份产品结构 .....	6
表 3 公路自卸车、非公路宽体自卸车、非公路矿用自卸车的主要区别 .....	8
表 4 公路自卸车、非公路宽体自卸车、非公路矿用自卸车的运营性能对比 .....	9
表 5 露天开采和地下开采煤矿的优势对比 .....	10
表 6 非公路自卸车国内主要竞争对手 .....	13
表 7 同力股份产品与竞争者产品对比 .....	14
表 8 同力纯电动非公路宽体自卸车和非公路矿用自卸车 .....	15
表 9 同力股份公开发行募投项目提升产能 .....	17
表 10 同力股份 2024-2026 年营业收入预测 .....	18
表 11 可比公司估值（百万元，取 2024 年 4 月 30 日同花顺一致预期） .....	19
附录：三大报表预测值 .....	20

# 1.非公路宽体自卸车先锋企业稳步成长

## 1.1.公司是非公路宽体自卸车始创者和发扬者

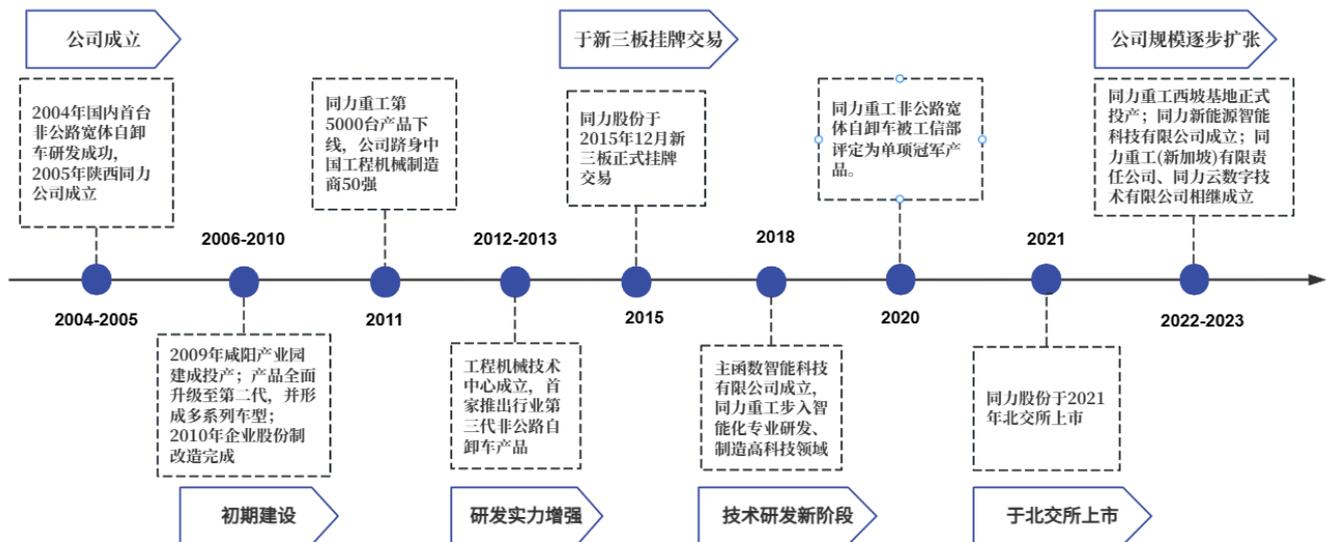
公司是非公路宽体自卸车领域先锋。同力股份成立于2004年，2005年陕西同力重工有限公司设立，是专业生产非公路运输设备得高新技术企业，是非公路宽体自卸车行业的开创者，是行业标准的制定单位，是国内具有实力的非公路运输设备生产企业，已形成年产超6000台能力。公司发展至今主要经历三个阶段：

**2005-2011年为初创期。**从2008年产品全面升级至第二代，2009年咸阳产业园建成投产，至2010年企业股份制改造完成，2011年公司跻身中国工程机械制造商50强，公司发展初具规模。

**2012-2018年为发展期。**随着2012年工程运输机械技术中心的成立，同力重工技术研发实力迈向新高度，逐步引领行业技术进步，并于2015年在新三板挂牌交易。公司2018年主函数智能科技有限公司成立，技术研发领域不断开拓，步入智能化专业研发、制造高科技领域。

**2021年进入扩张期。**2021年同力股份于上交所上市，2022-2023年西坡基地正式投产，陕西同力重工新能源智能科技有限公司、同力重工（新加坡）有限责任公司、西安同力云数字技术有限公司相继成立，公司产能及规模逐步扩张。

图1 同力股份发展历程



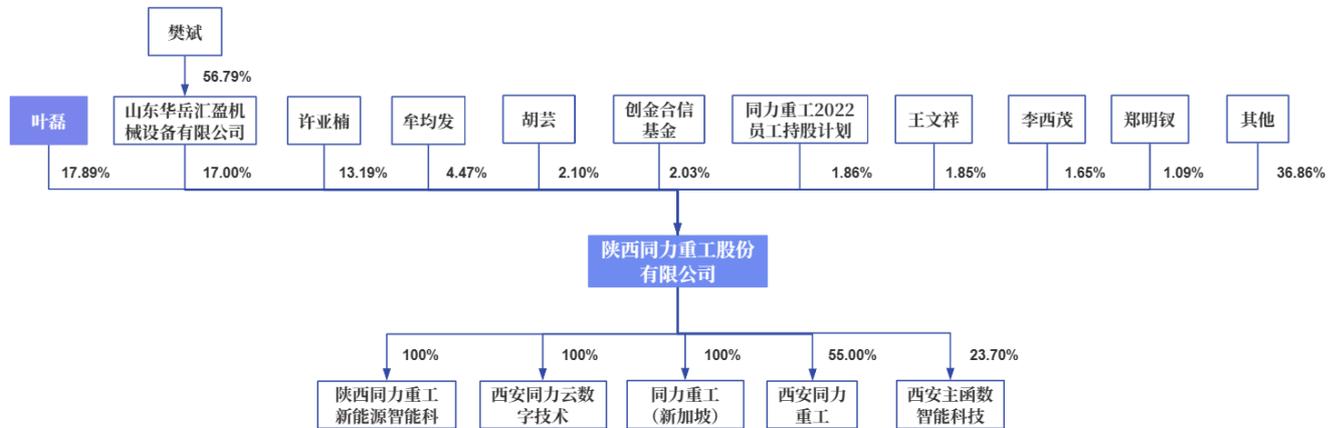
资料来源：公司官网，公司公告，东海证券研究所

## 1.2.公司管理团队经验丰富，股权激励激励人心

公司无实际控制人，股东持股较为分散，不影响公司稳健发展。其中公司董事长叶磊持有17.89%的股份，为公司第一大股东、最终受益人；山东华岳汇盈机械设备有限公司持有17.00%股份，为公司第二大股东；许亚楠为公司总经理，直接持有13.19%的股份，为公司第三大股东。前三大股东合计持股48.08%，长期持股较为稳定。公司加强“三会”制度（股东大会、董事会、监事会），以更加完善的公司治理结构防范无实际控制人的相关风险，实现稳健发展。

**管理团队经验丰富核心团队稳固。**公司的管理团队具有丰富的行业背景和从事重卡和工程机械行业技术研发、生产和经营管理的经验。核心管理层多数成员拥有 15 年以上的行业经验，能够深入了解行业的发展趋势和市场需求方向，准确定位公司的战略发展目标。

图2 公司股权结构（截至 2024 年第一季度）



资料来源：公司年报，东海证券研究所

**员工持股计划和期权激励计划绑定核心团队提振信心。**公司 2022 年实施员工持股计划，回购股份 10,000,000 股，回购价格 4.00 元/股，占股本总额的 2.21%，总人数不超过 58 人。员工持股计划分三期解锁，考核目标 2024 年营业收入不低于 55 亿元。公司 2023 年实施股票期权激励计划，分两次授予，报告期内授予 1 次，授予叶磊等 12 人 800 万份期权，预留期权 200 万份在报告期后授予秦志强等 12 人，授予价格 5.04 元/股。考核目标以 2021 年营收为基数，2024 年营业收入增长率不低于 41%，净利润增长率不低于 38%。两次计划可深度绑定核心团队，提振团队信心。

表1 股权激励提振信心绑定公司核心团队

类别	人数	股份数量（股）	占股本	回购/行权价格	考核目标
2022 年员工持股计划	58	10,000,000	2.21%	回购 4.00 元/股	2022 年营业收入不低于 45 亿元 2023 年营业收入不低于 50 亿元 2024 年营业收入不低于 55 亿元
2023 年股票期权激励计划	12	10,000,000	2.21%	行权 5.04 元/股	以 2021 年为基数，2023 年营业收入增长率不低于 34%，净利润增长率不低于 33% 以 2021 年为基数，2024 年营业收入增长率不低于 41%，净利润增长率不低于 38%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 1.3.非公路宽体自卸车产品结构完善，不断迭代更新

**公司产品结构布局完整，应用领域和地域广泛。**公司专注非公路运输设备的研发、制造，现已形成非公路宽体自卸车、矿用自卸车、非公路特种运输设备、井巷运输设备四大业务板块，三十余种产品，在适应性、可靠性和性价比方面获得良好的市场口碑；从应用行业划分，产品应用于露天煤矿、铁矿、有色金属矿、水泥建材等矿山及水利水电等各类大型工程工地；从应用地域划分，产品覆盖了我国多个省份，并已拓展出口至巴基斯坦、印度尼西亚、马来西亚、蒙古、塔吉克斯坦、印度、刚果等多个国家和地区，未来还会有更多的国家和地区布局。

表2 同力股份产品结构

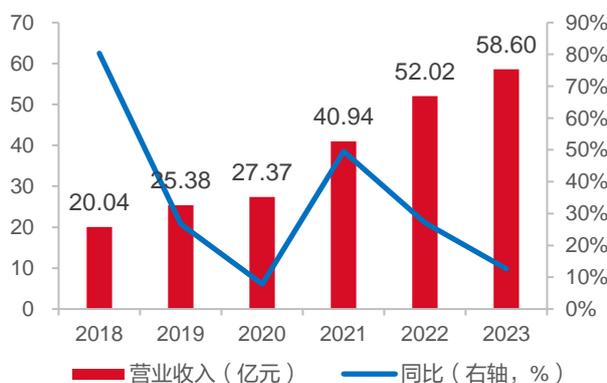
产品类别	产品图例	产品特点	应用领域
非公路宽体自卸车 TL89/889/88/87/85/84系列、D系列、新能源系列		搭载行业优质大马力发动机+八档单箱双中间轴专用变速箱，全新升级型主车架，采用大吨位工程车桥、大吨位免维护平衡轴、框架式高强耐磨货箱；独特的防撞梁+保险杠+贯通梁的防撞系统，采用全液压转向系统+应急转向系统。	适用于大中型露天矿山场地运输的高效运输设备，大型化、规模化的露天矿山等物料的转运
矿用自卸车 TLD125系列、TLDH135系列		采用刚性车架结构，底盘质量可靠，采用单边联通多轴气悬架技术，可快速缓冲矿区路面冲击，保障底盘零部件可靠性和使用寿命。采用独立前悬技术、矿用大马力发动机，使用费用低；簸箕型宽体货厢设计。	应用于大型煤矿、水泥建材矿山以及各类金属矿山
非公路矿用洒水车		效率高、可靠性强、维护方便、洒水装置灵活选装。	适用于各大型露天矿山洒水
非公路特种运输设备 非公路抑尘洒水车		雾炮流量足、喷射距离远，可多角度旋转喷洒，喷洒范围大，雾化效果好。	应用于矿区道路及作业面扬尘的抑尘除霾
TLQ系列桥梁运输车		采用成熟的非公路用车制造技术，在满足承载量的前提下，保证装卸便利、通用性强、驾驶方便安全。	适用于公路、铁路、城际轻轨等桥梁架设和运输
井巷运输设备 UQ系列坑道运输车		动力储备充分，保证了良好的爬坡性能，运行速度快、效率高；专业设计骨架式偏置长尖头驾驶室，通过性好；采用专用车底盘，稳定性好，可选用IBS智能辅助制动控制系统、可视系统/全车影像系统、举升报警装置。	应用于斜坡道、井下巷道、工程便道等对作业环境、空间有一定限制场所的物料运输设备

资料来源：公司公告，公司官网，东海证券研究所

### 1.4.公司业绩稳步增长，管理优秀费用控制合理

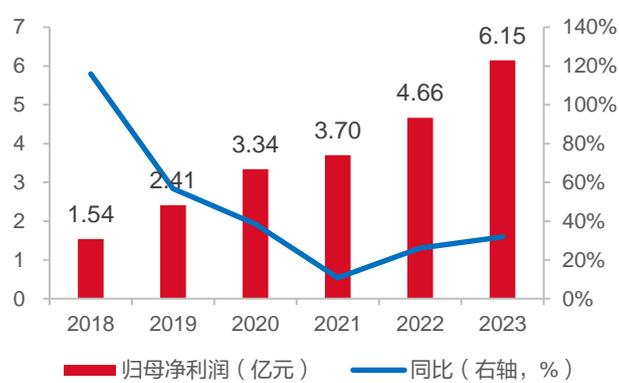
营业收入和归母净利润稳步增长。公司营收 2018-2023 年保持高速增长，复合增长率达 23.94%；其中，2023 年实现营业收入 58.60 亿元，同比增长 12.67%，总体上公司营业收入保持稳定增长。2023 年公司归母净利润达 6.15 亿元，同比增长 31.82%，已经是 2018 年 4 倍，增长趋势更稳健。

图3 公司营收业绩稳定攀升



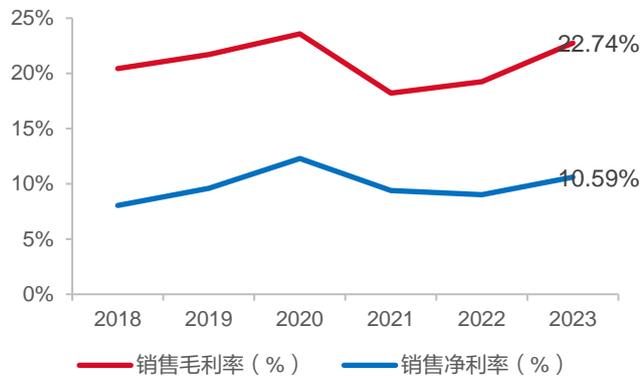
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图4 公司归母净利润增速稳步提升

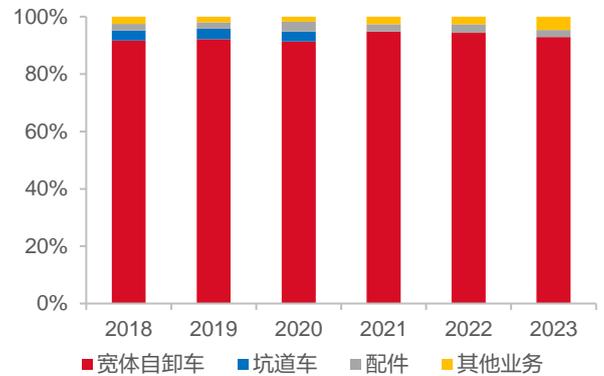


资料来源：同花顺，东海证券研究所

**公司盈利水平稳步提升，宽体自卸车为营收主要来源。**2018-2023 年公司销售净利率总体呈现稳步上升趋势，销售毛利率也维持在 20% 以上水平。2023 年公司销售毛利率和净利率分别为 22.74% 和 10.59%，得益于新产品的开发带来了较高的毛利水平以及海外业务高速增长，公司盈利进一步提升。按主营业务分类，宽体自卸车贡献了主要的营收，2023 年宽体自卸车占营收比重为 92.95%，其毛利率突破 20%，达 22.07%。

**图5 公司盈利能力稳步提升**


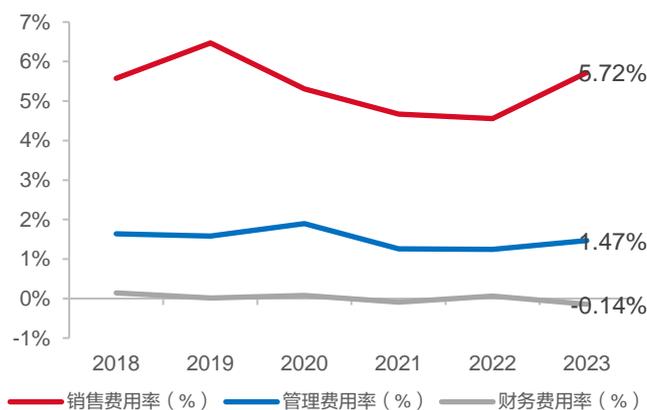
资料来源：同花顺、东海证券研究所

**图6 公司各类业务营收占比**


资料来源：同花顺、东海证券研究所

**公司费用控制稳定，持续增加研发投入。**2018-2023 年公司费用率控制稳定，管理费用率控制在 2% 以下。2018-2022 年伴随规模效应影响，公司销售费用率稳步降低。2023 年由于新增的销售人员股权激励费用，从而导致销售费用有所增长达 5.72%，总体仍然较低。在研发投入方面，公司注重技术研发创新，研发支出逐年递增，研发费用率维持稳定；2023 年研发投入 1.03 亿元，同比增长 54.20%，主要是公司面向大型化、新能源研发的 TLD125 车型和 TLD135 车型以及 TL89 系列产品有较大的投入。

由于对实验车进行销售处理，公司研发费用保持较低。公司一直保持较高的研发投入，但对于样车、试用车、实验车一般都是协商成本价销售给客户，因此会计口径上会转为销售收入并冲抵之前的研发投入，导致研发费用显得比较低，实际上每年都有大规模研发投入。

**图7 公司三费控制有效**


资料来源：同花顺、东海证券研究所

**图8 研发投入持续稳定**


资料来源：同花顺、东海证券研究所

## 2.非公路宽体自卸车优势明显广泛用于露天开采

### 2.1.非公路宽体自卸车替代优势明显

自卸车行业可分为公路自卸车和非公路自卸车。公路自卸车，是指采用公路重卡底盘改装而成的自卸车，主要应用于公路运输。非公路自卸车，是指外廓尺寸、轴荷和质量等特征不允许在公路上行驶的，在非公路工况中作业的自卸车，可进一步细分为非公路矿用自卸车和非公路宽体自卸车两类，均应用于露天矿山物料运输，在使用场景上没有明显区别。

**非公路矿用自卸车：**简称矿用车，一般采用刚性车架，用车轮或履带转向的自卸车，有效载荷为 70t 以上。该产品采用工程机械类底盘，属于工程机械类产品。其优点是底盘按矿山工况设计、道路通过性能好、载重能力强、使用寿命长、安全性能高，但是购置、运行及维护成本也相对较高。

**非公路宽体自卸车：**简称宽体自卸车，是一种结合了公路重卡和工程机械技术基础进行系统设计制造的自卸车，一般采用栓接式车架，有效载荷为 20t-80t 之间，属于我国工程机械行业的新兴产品，由同力股份研发首创。

表3 公路自卸车、非公路宽体自卸车、非公路矿用自卸车的主要区别

类别	公路自卸车	非公路矿用自卸车	非公路宽体自卸车
图例			
车架结构	栓接式车架	刚性焊接车架	栓接式车架
行驶道路	公路/非公路	非公路	非公路
路面适应性	低	高	中
载重量	10t-20t	70t 以上	20t-80t
使用寿命	公路工况：10 年以上 非公路工况：5 年以上	10 年以上	5-10 年
单价	10-20 万	100-3000 万	50-100 万
应用场景	公路运输/矿区运输	矿区运输	矿区运输

资料来源：同力股份公开发行说明书，东海证券研究所整理

**非公路自卸车在经济性、维修成本和运营优势明显。**非公路宽体自卸车综合非公路矿用自卸车和公路自卸车的优势，针对矿山、水利水电工程的实际工况条件专业打造，因而不但具备了良好的适用性和安全性，而且经济性优势明显，具有明显的替代优势。非公路宽体自卸车替代进口大型非公路矿用自卸车和公路自卸车符合经济效益原则。

**购置性价比。**从购置成本来看，进口非公路矿用自卸车每吨载重量约 5-8 万元，公路自卸车每吨载重量 1.8 万元，而非公路宽体自卸车约每吨载重量 1.5 万元。相比非公路矿用自卸车和公路自卸车来说，非公路宽体自卸车的购置经济性显而易见。

**维修成本低。**从维护成本来看，非公路矿用自卸车零配件的价格高，特别是进口非公路矿用自卸车，其价格更高且供货周期长；同时，维修技术要求高、难度大，因此，非公路矿用自卸车的运营和维护成本很高。同时，公路自卸车难以适应复杂的工况环境，导致车辆故障率高，寿命短，因此公路自卸车的维护成本也比较高。而非公路宽体自卸车针对特定工况设计制造，适应性和可靠性好，出勤率和运营效率较高，其易损零配件大都与公路重卡兼容，性价比高，供应充足。

**运营优势明显。**对于中小型矿山项目，目前国内大都采用公路自卸车运输方式，但公路自卸车由于承载重量受到汽车和公路相关法规的限制，其载重量较小、工况适应性弱、爬坡能力不足、运营效率低。根据实际运营数据，同工况条件下，同功率的非公路宽体自卸车比公路自卸车承载能力提高 30%，油耗降低 15%。

表4 公路自卸车、非公路宽体自卸车、非公路矿用自卸车的运营性能对比

类别	非公路宽体自卸车	公路自卸车	进口非公路矿用自卸车	国产非公路矿用自卸车
每吨载重量价格	1.5 万元	1.8 万元	5-8 万元	3-5 万元
运维成本	低	较高	高	较高
维修难度	低	低	高（周期长）	较高
运营效率	高	低	高	高
安全性	高	低	高	高

资料来源：同力股份公开发行说明书，东海证券研究所整理

## 2.2.非宽体自卸车广泛应用于露天煤矿、金属煤矿等领域

非公路宽体自卸车上游核心零部件与公路车自卸车存在兼容性。非公路宽体自卸车综合了非公路矿用自卸车和公路自卸车的优势，主要上游零部件与公路自卸车部分兼容，可以有效降低宽体自卸车制造成本和运营维护成本。宽体自卸车大零部件主要为发动机、变速器、车桥、液压举升系统等。车架结构、货箱与整体集成主要由整车制造商负责生产组装。

非公路宽体自卸车主要下游在露天煤矿、金属矿、建材矿以及水利水电工程等领域。非公路宽体自卸车主要应用于各大型露天矿山的开采运输，能够满足露天矿山设备大型化、矿山安全、环保、节能降费等需求，适应于各大型露天矿山的开采运输。当前，我国经济的快速发展带动了露天煤矿、金属矿、建材矿、水利水电工程的快速发展，从而为非公路宽体自卸车行业创造了巨大的市场需求。

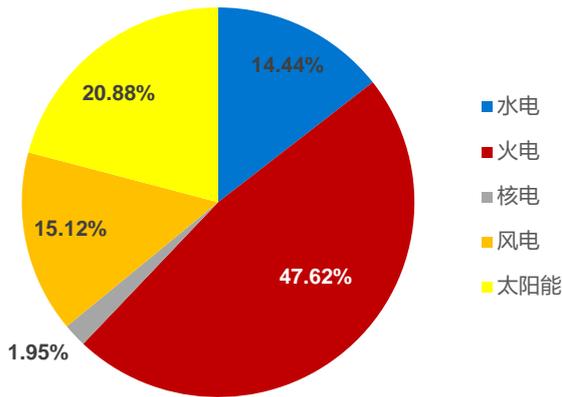
图9 非公路宽体自卸车下游主要为露天煤矿、金属矿、建材矿等



资料来源：同力股份公开发行说明书，公司官网，东海证券研究所整理

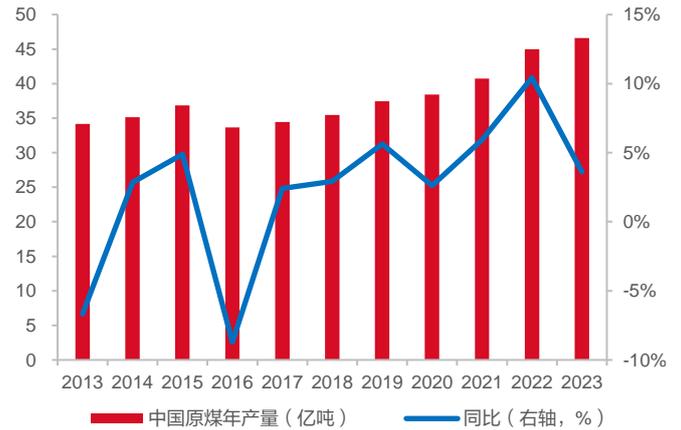
从我国电力能源结构来看，煤炭占主导地位。根据国家能源局发布，在当前我国发电装机容量结构中，主要为火电、水电、风电和太阳能四大能源，火电占比高达 47.62%，而煤炭是火电主要工业原料。煤炭工业作为重要的基础产业，2013-2023 年我国原煤产量稳步增长，年复合增长率达 3.15%；其中，2023 年我国原煤生产量已达 46.58 亿吨，同比增长 3.62%，成为我国能源需求的重要基石，有力支撑了我国国民经济和社会平稳较快发展。我国以煤炭为主的一次能源消费结构格局将长期存在，走合理开发煤炭资源的可持续发展道路是确定方向。

图10 煤炭发电占我国发电主导地位



资料来源：国家能源局，东海证券研究所

图11 中国原煤年产量持续增长



资料来源：同花顺，东海证券研究所

在适宜地区采用露天开采较地下开采优势明显。实现煤炭资源高效持续健康发展，要在有条件的地区发展露天开采。露天开采和地下开采相比，露天开采具有矿山生产能力大、机械化程度高、安全性高、矿石损失贫化小、开采成本低等特点。根据中国煤炭工业协会发布的数据，截至 2022 年底全国共有露天煤矿 357 处，产能 11.62 亿吨，平均产能 325 万吨/年，约是井工矿的 3 倍。机械开采和新技术新工艺的引入，使得在条件适宜地区露天开采成本大幅度下降，劳动生产率大幅度提高，获得显著经济效益。近年我国露天煤矿开采技术取得显著进步，对煤炭资源高效利用可持续发展目标形成有力支撑。

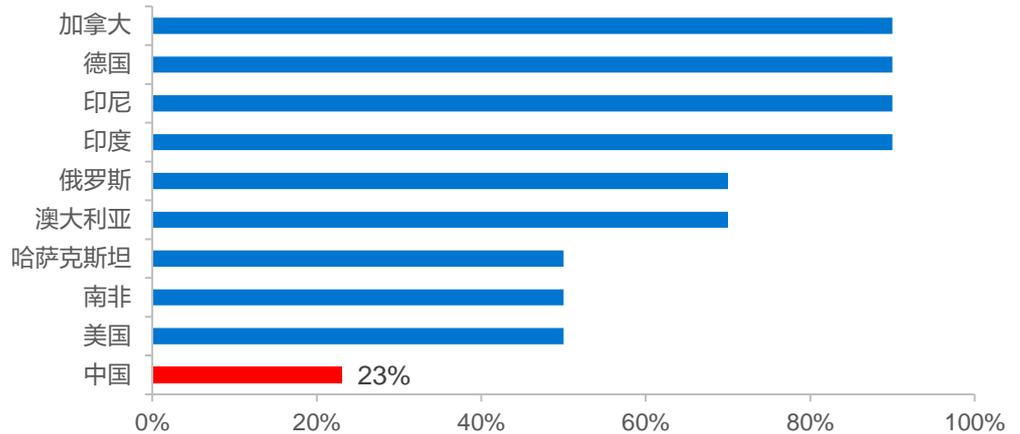
表5 露天开采和地下开采煤矿的优势对比

类别	露天开采	地下开采
开采场景		
生产能力	大 (地下开采的 3 倍)	较低
机械化程度	100%	低于露天
安全性	开采的安全条件和作业条件好	有害气体与顶板等灾害的威胁
开采成本	地下开采的 1/2-1/3	较高
占地	占地较多	占地较少
矿石损失率	5%~7%	20%以上
矿石贫化率	6%~8%	25%左右

资料来源：矿道网，中国能源报，东海证券研究所

煤炭露天开采是世界产煤大国的主要方式，我国仍存较大增长空间。根据《我国露天煤矿发展现状及展望》数据，世界主要煤炭生产国家露天煤矿产量占比，印度、印度尼西亚、德国、加拿大在 90%以上；澳大利亚、俄罗斯占比在 70-90%之间；美国、南非、哈萨克斯坦占比在 50-70%之间。对比国内，根据中国煤炭工业协会发布的数据显示，2022 年我国露天煤矿产量完成 10.57 亿吨，占全国 23%的煤炭产量。根据中国煤炭工业协会印发《露天煤矿高质量发展指导意见》文件，提出到 2030 年，露天开采占 30%以上的目标，仍然有较大的发展空间。

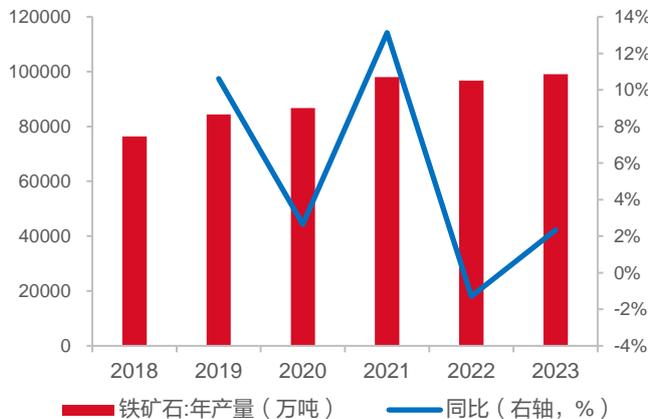
图12 世界主要煤炭生产国家露天矿产产能占比 (%)



资料来源:《我国露天煤矿发展现状及展望》杨晓伟,中国煤炭工业协会,东海证券研究所

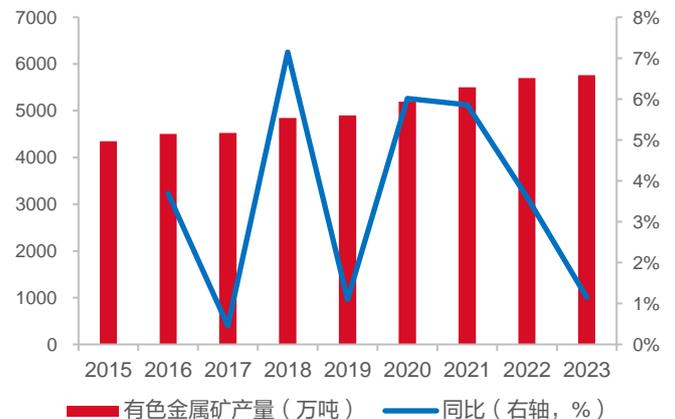
非煤矿山开采中,主要包括黑色金属和有色金属开采。其中,黑色金属主要是铁矿,有色金属则以金、铜、铝、铅、锌、镍、锡、锑八类为代表。从全球铁矿石储量来看,截至2022年中国位于第四,可用铁矿石储量为200亿吨,作为工程建设主要原材料的钢铁需求旺盛,进而带动上游铁矿石开采量逐年递增。根据国家统计局数据显示,我国铁矿石产量由2018年7.63亿吨增至2023年的9.91亿吨,年均复合增长率为5.37%;同时,金属矿产开发利用为我国经济的持续较快发展做出重要贡献。我国是全球有色金属消费第一大国,2015-2023年我国八种有色金属产量由4343.63万吨增长至5,763.43万吨,年均复合增长率为3.6%。

图13 国产铁矿产量稳步增长



资料来源:同花顺,东海证券研究所

图14 八类有色金属产量稳步增长



资料来源:同花顺,东海证券研究所

### 2.3. “一带一路”沿线国家矿产丰富,宽体自卸车出口高增

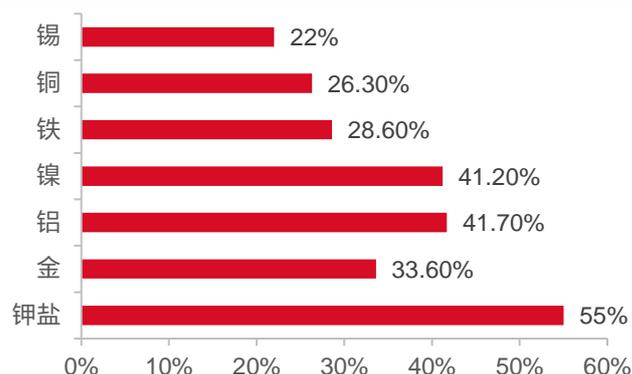
“一带一路”沿线国家资源丰富且与我国优势互补。据统计,“一带一路”沿线国家矿产有近200种,价值约250万亿美元,占全球的60%左右。“一带一路”沿线国家的铜、金、镍、铝土矿、铁矿石、锡、钾盐等重要矿产资源较丰富,在全球均占有重要地位,产量分别占世界产量的26.3%、33.6%、41.2%、41.7%、28.6%、22%和55%;这些重要固体矿产资源基本都是中国比较紧缺的战略性大宗矿产,与我国矿产品供需以及相关产业结构方面有着很强的互补性。“一带一路”沿线地区勘查开采能力较弱,基础设施建设不足,工业产业体系不完善,而这些方面我国有丰富经验和先进设备,未来在能源开采方面合作空间巨大。

图15 一带一路沿线国家资源丰富且与我国深度互补



资料来源：中国自然资源经济研究院，东海证券研究所

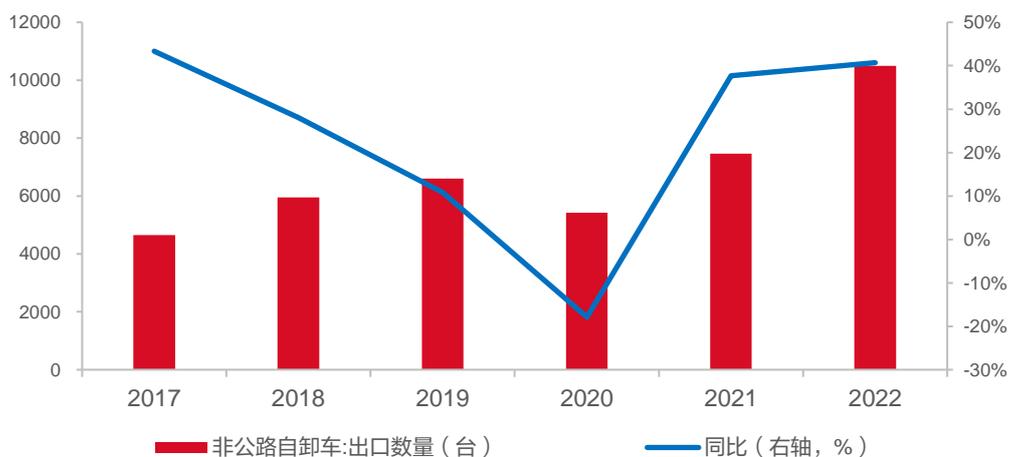
图16 “一带一路”沿线矿产资源占世界产量



资料来源：河北省自然资源厅，东海证券研究所

**“一带一路”国家合作深化，非公路自卸车出口数量激增。**由于非公路宽体自卸车为中国市场首创，非公路宽体自卸车不仅在我国是个相对新兴的产品，在国外也没有相同或类似的产品。基于非公路宽体自卸车良好的适应性和经济性，该产品在国外特别是在发展中国家存在相当大的市场需求，包括东南亚、非洲、中亚、蒙古、俄罗斯等发展中国家和新兴经济体。近几年我国已经有部分非公路宽体自卸车出口到中东、非洲、中亚、东南亚等地区。随着非公路宽体自卸车在国际上的认同度逐步提升，2022年我国非公路自卸车出口实现10496台，同比增长40.73%，未来将迎来较大的出口需求。

图17 非公路自卸车出口数量激增



资料来源：同花顺，东海证券研究所

## 2.4.宽体自卸车市场前景广阔竞争格局稳定

**非公路宽体自卸车市场规模快速上升，国内市场总销量近2万台。**近年来，由于非公路宽体自卸车的适应性和经济性得到市场认同，其市场前景逐渐得到广泛认可，众多重卡及工程机械行业的制造企业纷纷进入非公路宽体自卸车领域。非公路宽体自卸车行业金瑞迅速发展阶段，国内外市场规模的迅速扩大，行业市场化程度不断提高。根据共研产业咨询和《工程机械主要企业主要产品产销存汇编》统计，2021年中国矿用自卸车市场规模达146.7亿元；2021年纳入统计的宽体矿车总销量为18196台，同比增长59.6%，总销量近2万台。

图18 国内非公路自卸车销量规模高速增长



资料来源：中国工程机械工业协会，东海证券研究所

非公路自卸车行业发展前景良好，国内两家龙头竞争格局稳固。国内形成了以同力股份、临工重机、徐州徐工、常州柳工、山东蓬翔、三一重装、北方股份为主的企业竞争格局。从销量来看，根据2019年度销量统计，同力股份销量达4305台，占比达47.62%，处于绝对优势地位；另外，临工重机2019年实现销量3645台，占比达40.32%。两家龙头企业销量合计占市场占比达80%以上，份额大幅领先其他竞争者，目前国内龙头竞争格局稳固。

表6 非公路自卸车国内主要竞争对手

公司	公司介绍	主要产品	销量 (2019年)
同力股份	同力股份主要产品为各类矿山开采及大型工程物料运输所需的非公路宽体自卸车、矿山辅助设备等。产品覆盖了我国多个省份，并已拓展出口至东南亚、南亚、中北亚和非洲的多个国家和地区。	非公路宽体自卸车有 TL89\889\88\87\85\84 系列、D 系列、新能源系列	4305 台
临工重机	临工集团济南重机有限公司，位于济南市，主要聚焦于矿山运输设备行业，主要产品有全系列剪刀式、臂式高空作业机械、全系列宽体矿车、凿岩钻机、井下铲运机、叉装车等 100 多个品种系列。	非公路自卸车有 CMT66、CMT86、CMT96、CMT106、MT50、MT60、MT86、MT95、MT105 等	3645 台
徐州徐工	徐州徐工汽车制造有限公司是徐工集团全资的重型卡车制造企业，位于徐州。目前开发的专用车主要有牵引车、载货车、公路自卸车、随车吊、搅拌车、非公路自卸车、新能源等	主要生产 50 吨、70 吨、80 吨、90 吨级非公路自卸车	-
常州柳工	柳工（常州）矿山机械有限公司是柳工的控股子公司，经营范围为矿山机械设备及其配件；矿山机械设备及其配件的收购与再制造；自营和代理各类商品及技术的进出口业务等，	主要产品为非公路自卸车 DR50C、DW90A	-
山东蓬翔	山东蓬翔汽车有限公司由一汽山东汽车改装厂改制而成，公司位于蓬莱市，产品结构为专用车、中重型卡车桥、液压件和卡车车架，专用车产品有半挂车、公路自卸车、厢式车、非公路自卸车等四个系列	非公路宽体自卸车主要产品系列有 PX90、PX75、PX65、PX45	-
三一重装	三一重型装备有限公司，主要从事大型煤炭机械综合成套设备制造业。公司产品有综掘、综采、矿用车辆、电机等。在自卸车方面主要包含机械传动矿用自卸车、电传动矿用自卸车、非公路宽体自卸车	非公路矿用自卸车有 SRT45、SRT55D、SRT95C，非公路宽体自卸车有 SKT90S	-
北方股份	内蒙古北方重型汽车股份有限公司位于内蒙古自治区包头市，是我国专业从事非公路矿用车辆及其零部件，现为中国兵器工业集团旗下 A 股上市公司。具备年产 1000 台矿用车辆生产能力。	拥有 TR 系列载重 25-91 吨机械传动非公路矿用车辆、NTE 系列和 MT 系列载重 110-360 吨电动轮非公路矿用车辆	-

资料来源：同力公开发行说明书，临工重机招股说明书，东海证券研究所

### 3.核心竞争力确立龙头地位，运营效率遥遥领先

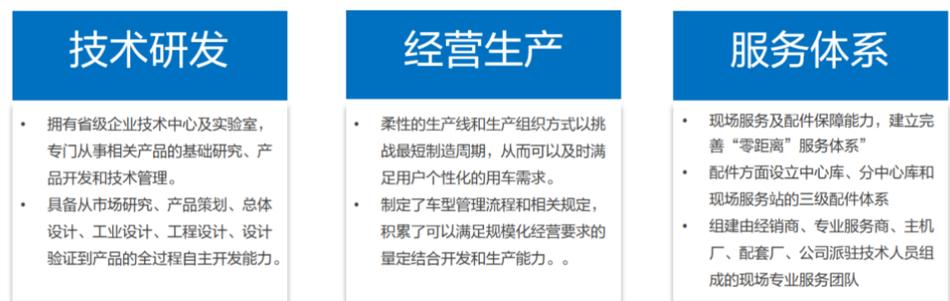
#### 3.1.核心竞争力“研发+生产+服务”确立龙头地位

公司拥有先发优势，已经形成较为雄厚的技术储备。公司作为我国非公路宽体自卸车行业的开创者和领导者，经过数年的发展先发优势确立，已成为我国非公路宽体自卸车行业的龙头企业。公司享有较高的品牌知名度和美誉，“同力重工”品牌受到业内广泛认同。

“零距离”服务体系打造公司核心竞争力。非公路宽体自卸车工况在封闭工地、连续工作，叠加恶劣的环境条件加大了故障发生率，对产品使用过程中的服务提出了较高要求。公司针对非公路宽体自卸车等产品使用区域和时间相对集中的特点，依靠突出的现场服务及配件保障能力，建立完善“零距离”服务体系。配件方面设立中心库、分中心库和现场服务站的三级配件体系；人员方面组建由经销商、专业服务商、主机厂、配套厂、公司派驻技术人员组成的现场专业服务团队，确保快捷有效地为用户提供保障服务，并已获得用户广泛认可。

“量定结合、精益生产”铸造公司独特生产体系。公司通过数十年工艺技术经验积累及技术改造，已建立先进的非公路宽体自卸车工艺体系，处于国内行业领先水平，满足多品种小批量大批次的柔性生产需求。总结并形成了独特的“同力工法”，制定了车型管理流程和相关规定，积累了可以满足规模化经营要求的量定结合开发和生产能力。

图19 “研发+生产+服务”打造同力核心竞争力



资料来源：公开发行说明书，东海证券研究所

同力产品处于行业领先水平。公司产品在性能、安全、服务水平等方面均处于国内同类产品先进水平，适应性、成熟性、稳定性及出勤率等各项指标处于行业领先。对比两家龙头公司的同级别产品，同力 TL891C 和临工 MT126H。同力 TL891C 在同等的额定载荷的情况下可以实现相对较低的整车质量；在最高车速方面，同力 TL891C 可达 40km/小时，领先竞品的 35km/小时，可显著提升下游的运营效率；在发动机和变速箱配置方面，两家公司的配置基本相同，说明在相同系统件配置的情况下，同力产品可以实现更出色的性能。

表7 同力股份产品与竞争者产品对比

	同力股份 TL891C	临工重机 MT126H
产品图片		

整备质量 (t)	45	46.5
额定载荷 (t)	90	90
发动机	潍柴 WP15H	潍柴 WP15H
变速箱	8 档机械变速箱	8DS280
最高车速 (km/h)	40	≥35
挡扳箱容积 (m <sup>3</sup> )	50	46/56
整机外形尺寸 (长×宽×高 mm)	10250×3950×4400	10510×3940×4610

资料来源：同力股份官网，临工重机官网，东海证券研究所

**新能源和矿用自卸车已研发成功实现交付。**公司在坚持“大型化、智能化、新能源”方向引导下，除传统的燃油车型以外，还推出了纯电驱动、混合驱动、氢燃料、甲醇燃料等新能源车型以及智能驾驶的线控底盘。国内首款双桥驱动的“刚性卡车”(非公路矿用自卸车，) TLD125 研发取得成功，目前已经开始批量销售，市场反响良好；公司的新能源产品的研发方面，不只局限于纯电产品，同时成功研发甲醇增程系列产品、CNG 动力产品、LNG 动力产品，在非公路宽体车领域，引领着绿色矿山行业发展方向。

**成立数字技术公司打造智能化产品。**2023 年公司成立子公司西安同力云数字技术有限公司强化公司产品对信息化的要求，对“同力云”的建设将产生积极影响。在“大数据”的支持下，让公司产品也更加“智能化”。云端可以看到每台设备运行状态，产品的定期维保，还有实时运行状态在“云脑”均可以实现实时监控，极大的提升了客户对产品的运行状态的随时掌握，满足了客户的需求。

表8 同力纯电动非公路宽体自卸车和非公路矿用自卸车

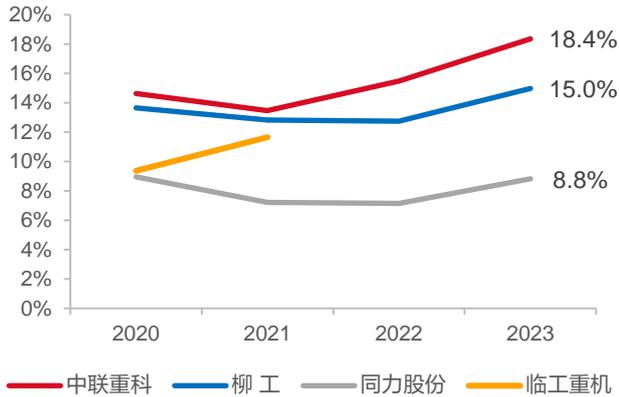
型号	纯电动非公路宽体自卸车 TLE90B	非公路矿用自卸车 TLD125
产品图片		
额定载荷 (t)	60	91
车桥载荷 (t)	20+35+35	30+50+50
动力电池/发动机	422.8kWh	775hp
电驱总成/变速箱	250/360kw	矿用手动变速器
最高车速 (km/h)	45	40
货箱容积 (m <sup>3</sup> )	30/33	45/53
整机外形尺寸 (长×宽×高 mm)	9560×3510×3930	11100×4440×4475

资料来源：同力股份官网，东海证券研究所

### 3.2.运营效率领先同行业竞争者，积极分享公司发展成果

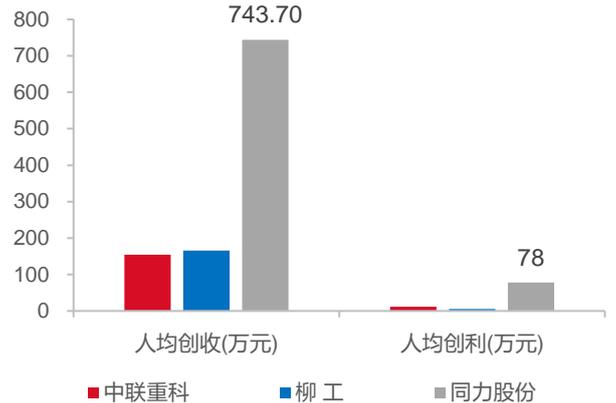
**期间费用远低于同业竞争者，人效遥遥领先同行业竞争者。**根据公司公告，公司 2023 年期间费用率仅为 8.8%，远低于同行业竞争者，运营效率高，成本控制优秀；同期，中联重科和柳工分别高达 18.4%和 8.8%；公司在较低的运营费用下，实现领先于同行的人效，公司 2023 年员工总数达 788 人，实现人均创收高达 743.70 万元/人，实现人均创利高达 78 万元/人；同期，同力人均创收和人均创利大幅领先中联重科和柳工等同行。

图20 2023 年公司费用远低于同行业竞争者 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

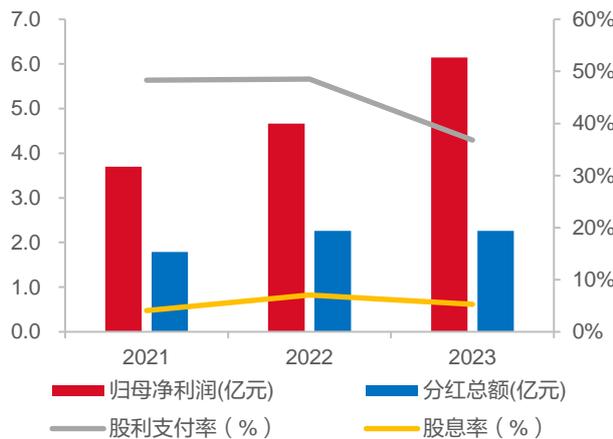
图21 2023 年公司人均创收遥遥领先同行业竞争者



资料来源：同花顺，东海证券研究所

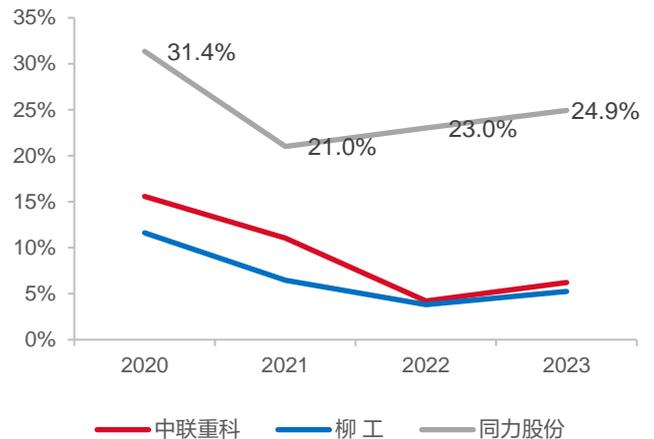
**乐于分享发展成果，积极回报股东。**2023 年 4 月 12 日发布分派预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 5.00 元，共预计派发现金红利 2.26 亿。公司股利支付率和股息率非常高，乐于将发展成果与股东分享。根据派发预案计算，2021-2023 年公司股息支付率分别达 48.31%、48.52%和 36.81%，股息率分别达 4.07%、7.06%和 5.26%。未来伴随公司海外业务拓展，业绩稳步增长，费用和研发成本投入保持高效率，预计未来分红较为可期。公司 2023 年 ROE 达 24.9%，仍处于高速发展阶段。

图22 2023 年公司预计派发现金红利 2.26 亿



资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所

图23 公司 ROE 长期领先同业竞争者(%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

### 3.3.订单充足产能利用率高，海外出口高速增长

**上市募集资金扩大产能。**2021 年公司公开发行普通股不超过 7,100 万股，总募集共计 7 亿元，用于投资非公路自卸车及全路面矿用车制造基地建设项目、工程运输机械技术中心项目和补充流动资金。其中，非公路自卸车及全路面矿用车制造基地，计划非公路自卸车产能达 6000 台和全路面矿用车产能达 500 台，建成后大幅提升公司生产规模及生产效益。

**产能利用率高，在手订单充足。**公司充分利用公开发行募集资金建设的募投项目，6000 台非公路自卸车生产线已经投入试生产的契机。根据公司公布的投资者调研情况，目前设计产能 6000 台，产能利用率超过 100%，目前预售订单排产期 2-3 个月左右。

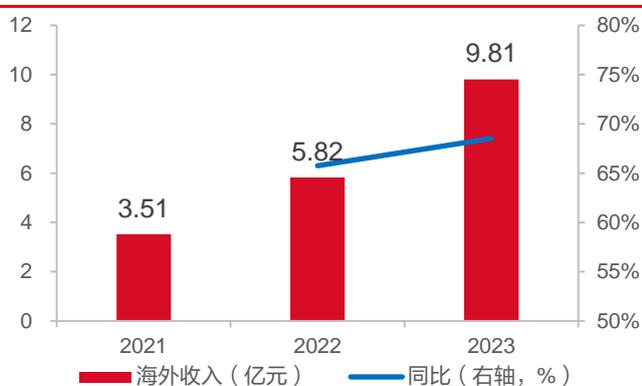
表9 同力股份公开发行募投项目提升产能

项目名称	建设周期	项目总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
非公路自卸车及全路面矿用车制造基地建设项目	24 个月	60,514.00	45,000.00
工程运输机械技术中心项目	36 个月	24,044.00	15,000.00
补充流动资金	-	10,000.00	10,000.00
合计:		94,558.00	70,000.00

资料来源：公开发行说明书，东海证券研究所

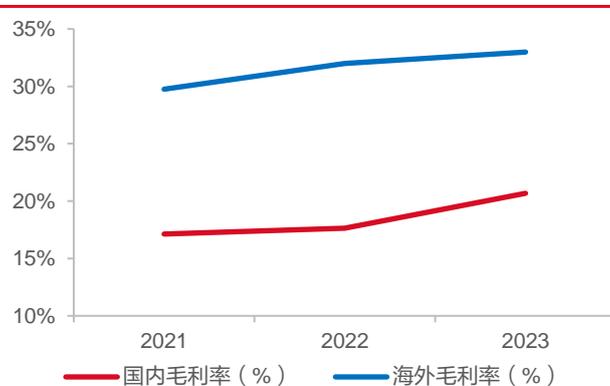
**海外业绩实现高速增长。**公司积极响应国家“一带一路”战略，海外销售部的业绩逐年提升，根据公司公告，2023 年实现营收 9.81 亿元，同比增长 68.52%，印证海外市场的需求的存在性。毛利率方面，公司海外业务毛利高于国内业务 10%左右，主要系海外销售的税收补贴和海外的售后成本较高等因素。目前公司业务并已拓展出口至巴基斯坦、印度尼西亚、马来西亚、蒙古、塔吉克斯坦、印度、刚果（金）等多个国家和地区，未来还会继续深化海外布局。

图24 公司海外收入高速增长



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图25 海外毛利率显著高于国内



资料来源：同花顺，东海证券研究所

## 4.盈利预测

### 4.1.收入假设及盈利预测

**宽体自卸车：**公司是国内非公路宽体自卸车龙头，新能源和矿用自卸车已研发成功实现交付，海外销量不断提升。伴随国内露天采矿占比逐步提升，推动国内对非公路宽体自卸车的需求；“一带一路”国家在矿业领域的合作深化，自卸车海外出口的增长；以及“新能源+智能化+大型化”的设备更替趋势。我们预计 2024-2026 年公司宽体自卸车业务收入增速分别为 12.50%、11.00%、10.00%。伴随公司海外占比和新能源设备占比提升，毛利率预计稳步提升分别为 22.50%、23.00%、23.50%。

**配件、维修和其他：**公司的配件、维修和其他业务属于非公路宽体自卸车业务后市场衍生的维保服务。伴随下游非公路宽体自卸车保有量和使用年份的上升，后市场服务的增速将高于主机业务，而且毛利率较为稳定。我们预计 2024-2026 年配件、维修和其他业务增速分别为 35.00%、30.00%、25.00%，毛利率预计分别为 32.00%、32.00%、32.00%。

**费用方面：**公司费用管理控制优秀稳定，长期保持高效发展。我们假设未来公司在新能源自卸车和大型矿山自卸车上有较高研发投入，研发投入保持当前水平，预计 2024/2025/2026 年分别为 1.75%/1.75%/1.75%；结合 2021-2023 年管理费用情况，公司管理效率出色，保守预计 2024/2025/2026 年管理费维持平稳状态，分别为 1.50%/1.50%/1.50%；由于公司产品在海外发力推广和对销售人员的激励，保守预计 2023/2024/2025 年销售费用分别为 5.50%/5.50%/5.50%。

表10 同力股份 2024-2026 年营业收入预测

业务分类	细分行业	2023	2024E	2025E	2026E
宽体自卸车	收入（亿元）	54.47	61.28	68.02	74.82
	同比（%）	10.91%	12.50%	11.00%	10.00%
	毛利率（%）	22.07%	22.50%	23.00%	23.50%
配件、维修和其他	收入（亿元）	4.13	5.58	7.25	9.06
	同比（%）	42.40%	35.00%	30.00%	25.00%
	毛利率（%）	31.59%	32.00%	32.00%	32.00%
总体	收入（亿元）	58.60	66.86	75.27	83.89
	同比（%）	12.67%	14.09%	12.59%	11.45%
	毛利率（%）	22.74%	23.29%	23.87%	24.42%
	毛利（亿元）	13.33	15.57	17.97	20.48

资料来源：同花顺，东海证券研究所测算

### 4.2.投资建议

公司主营业务在工程机械领域，我们选取行业内的中联重科、柳工和山推股份为可比公司，对应 2024-2026 年可比公司 PE 平均值为 14.79/11.54/9.43。伴随国内露天采矿占比的逐步提升，抬高非公路宽体自卸车的需求空间；以及“一带一路”沿线国家与我国在矿业领域的合作深化，带动自卸车海外出口动能。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.64/9.04/10.58 亿元，当前 PE 分别为 5.55/4.69/4.01 倍，相对可比公司估值较低，主要系

北交所流动有一定劣势，未来北交所流动性改善估值有望回归，且符合条件的优秀企业可以转板块，实现流动性的恢复。

公司是国内非公路宽体自卸车始创者，新能源和矿用自卸车已研发成功实现交付，运营效率优秀，费用控制卓越，人均效益领先。未来海外出口、新能源、智能化和大型化设备趋势给公司业绩带来持续动能，首次覆盖给予“买入”评级。

表11 可比公司估值（百万元，取 2024 年 4 月 30 日同花顺一致预期）

代码	可比公司	归母净利润				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000528.SZ	柳工	867.81	1,292.80	1,748.32	2,230.16	15.15	16.01	11.84	9.28
000157.SZ	中联重科	3,506.01	4,637.76	5,953.93	7,365.42	16.16	15.92	12.4	10.03
000680.SZ	山推股份	765.42	977.03	1,171.00	1,353.63	9.69	12.43	10.37	8.97
平均值						13.67	14.79	11.54	9.43
834599.SH	同力股份	614.67	764.02	903.64	1,058.00	7.61	5.55	4.69	4.01

资料来源：同花顺，东海证券研究所

## 5.风险提示

**宏观政策风险。**近年来，综合国力的增强，对基础设施的投资快速增长，矿山、建材、电力等基础行业进行了大规模固定资产投资和技术升级改造，促进了工程机械行业的快速发展。尤其是露天煤矿、金属矿、建材矿、水利水电工程的快速发展。但是，如果未来国家对宏观经济进行调控，对上述产业的鼓励政策进行调整，导致上述行业的经营环境发生变化，间接导致工程机械行业出现收缩和调整，则会对公司产品与服务的市场前景造成不利影响。

**经济周期性波动风险。**工程机械运输设备的生产和销售受宏观经济周期性波动影响较大，产业与宏观经济波动的相关性明显。下游市场需求与固定资产投资、矿产品产量和价格等宏观经济重要影响因素强相关。若未来宏观经济政策调整及其周期性波动，存在下游市场降低固定资产投资和缩减生产规模、减少订单量的风险，会对公司业绩造成一定的影响。

**公司应收账款余额较大风险。**2023 年末，公司应收账款余额为 221,360.58 万元，占总资产的比例为 38.60%，占流动资产的比例为 38.60%。公司应收账款期末余额账龄较短，截至 2023 年末，账龄在 1 年以内的应收账款占应收账款总额的 89.40%。根据公司公告，应收账款主要在国内，融资租赁业务的快速扩大，款项到账需要一定周期，导致应收账款的增加。若未来下游行业发生重大不利变化，客户财务状况、合作关系发生恶化，则可能导致公司应收账款无法收回形成坏账损失，对公司资金状况造成不利影响。

## 附录：三大报表预测值

### 资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	931	1431	2240	3295
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及账款	2922	3170	3263	3320
存货	666	674	723	776
预付款项	79	89	99	109
其他流动资产	179	199	210	222
<b>流动资产合计</b>	<b>4777</b>	<b>5563</b>	<b>6535</b>	<b>7723</b>
长期股权投资	26	26	26	26
固定资产	617	627	627	617
在建工程	0	0	0	0
无形资产	110	109	108	107
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	192	232	272	312
<b>非流动资产合计</b>	<b>945</b>	<b>994</b>	<b>1033</b>	<b>1062</b>
<b>资产总计</b>	<b>5722</b>	<b>6557</b>	<b>7568</b>	<b>8785</b>
短期借款	30	35	40	45
应付票据及账款	1487	1618	1723	1820
其他流动负债	1572	1515	1511	1560
<b>流动负债合计</b>	<b>3088</b>	<b>3168</b>	<b>3274</b>	<b>3424</b>
长期借款	32	27	27	27
其他非流动负债	101	91	86	86
<b>非流动负债合计</b>	<b>133</b>	<b>118</b>	<b>113</b>	<b>113</b>
<b>负债合计</b>	<b>3221</b>	<b>3286</b>	<b>3386</b>	<b>3537</b>
归母公司所有者权益	2466	3230	4134	5192
少数股东权益	35	41	48	56
<b>所有者权益合计</b>	<b>2501</b>	<b>3271</b>	<b>4182</b>	<b>5248</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>5722</b>	<b>6557</b>	<b>7568</b>	<b>8785</b>

### 现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>277</b>	<b>663</b>	<b>962</b>	<b>1204</b>
投资	8	0	0	0
资本性支出	-66	-153	-154	-155
其他	-5	5	5	5
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-63</b>	<b>-148</b>	<b>-149</b>	<b>-150</b>
债权融资	3	-10	0	5
股权融资	7	0	0	0
其他	-183	-4	-4	-4
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-172</b>	<b>-14</b>	<b>-4</b>	<b>1</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>42</b>	<b>501</b>	<b>809</b>	<b>1055</b>

### 利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5860	6604	7406	8256
营业成本	4527	5065	5638	6239
营业税金及附加	21	26	30	33
销售费用	335	363	407	454
管理费用	86	99	111	124
研发费用	103	116	130	144
财务费用	-8	-5	-10	-19
资产减值损失	-87	-30	-30	-30
信用减值损失	-43	-40	-40	-40
投资收益	17	5	5	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他经营损益	28	10	10	10
营业利润	711	885	1047	1225
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	713	885	1047	1225
所得税费用	92	115	136	159
净利润	621	770	910	1066
少数股东损益	6	6	7	8
归属母公司股东净利润	615	764	904	1058
EPS（摊薄）	1.36	1.69	2.00	2.34

### 主要财务比率

单位：	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业总收入增长率	12.7%	12.7%	12.1%	11.5%
EBIT增长率	26.1%	24.8%	17.8%	16.5%
归母净利润增长率	31.8%	24.3%	18.3%	17.1%
总资产增长率	-0.8%	14.6%	15.4%	16.1%
<b>盈利能力</b>				
销售毛利率	22.7%	23.3%	23.9%	24.4%
销售净利率	10.6%	11.7%	12.3%	12.9%
净资产收益率	24.9%	23.7%	21.9%	20.4%
总资产收益率	10.7%	11.7%	11.9%	12.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.3%	50.1%	44.7%	40.3%
流动比率	1.5	1.8	2.0	2.3
速动比率	1.3	1.5	1.7	2.0
<b>估值比率</b>				
P/E	7.6	5.5	4.7	4.0
P/B	1.9	1.3	1.0	0.8

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2023年4月30日盘后）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089