



浙江鼎力 (603338.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

国内高机龙头，臂式产品进入放量期

投资逻辑：

国内高空作业平台头部企业，营收、净利长期稳定增长。公司产品体系健全，包括臂式、剪叉式、桅柱式高空工作平台，并在 21-22 年《Access International》发布的全球高空作业平台的榜单前五。凭借产品强势出海，18-23 年公司营收、归母净利润分别从 17.08、4.80 亿元提升至 63.12、18.67 亿元，期间 CAGR 分别达 29.9%、31.2%。

全球高空作业平台需求主要在海外，海外市场高景气度有望延续。根据 IPAF 数据，全球高空作业平台保有量中北美、EAME 地区需求占比超 60%。2024Q1 全球高空作业平台头部厂商 Terex、Oshkosh 在手订单分别为 24.3/42.3 亿美元，处于历史高位；此外，北美大型租赁商联合租赁对 24 年收入、利润仍然保持乐观指引，我们认为海外高空作业平台的高景气度有望持续。

多因素共振，23 业绩高增长表现有望持续。公司 23 年毛利率达 38.49% (同比+7.45pcts)，归母净利达 18.67 亿元 (同比+48.51%)，主要得益于出海+电动化+臂式放量三个因素，我们看好三大核心因素长期持续性：1) 出海：23 年公司海外收入占比超 65%，长期深耕海外多年，有望受益海外需求高景气；2) 电动化：近几年公司产品电动化比例持续提升，其中臂式产品电动化率从 21 年的 58% 提升到 23 年的 73%，电动化产品具有更强盈利能力且符合海外当地要求，看好未来公司电动化比例进一步提升；3) 高附加值臂式放量：公司臂式产品最大工作高度从 20 年 30.3 米提升到 23 年的 44 米，高米段产品附加值更高，盈利能力更强，21-23 年公司臂式产品毛利率从 18.2% 提升到 30.5% (期间提升 12.3pcts)，22 年公司通过定增布局 36-50 米的高空作业平台，随着五期工厂产能逐渐落地，看好公司高米段臂式放量带动业绩释放。

盈利预测、估值和评级

我们预计 24-26 年公司营收为 77.81/97.52/115.65 亿元、归母净利润为 22.60/27.29/32.58 亿元，对应 PE 为 15/12/10 倍。给予公司 24 年 18 倍 PE，对应目标价 80.35 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险、产能拓展不及预期风险、贸易摩擦风险。

机械组

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：67.20 元

目标价 (人民币)：80.35 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,445	6,312	7,781	9,752	11,565
营业收入增长率	10.24%	15.92%	23.28%	25.33%	18.60%
归母净利润(百万元)	1,257	1,867	2,260	2,729	3,258
归母净利润增长率	42.15%	48.51%	21.05%	20.75%	19.39%
摊薄每股收益(元)	2.483	3.687	4.464	5.390	6.435
每股经营性现金流净额	1.85	4.40	1.17	4.49	5.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.79%	20.83%	21.91%	22.83%	23.43%
P/E	19.27	13.88	15.05	12.47	10.44
P/B	3.43	2.89	3.30	2.85	2.45

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 国内高空作业平台龙头，全球化布局顺利.....	4
1.1 高空作业平台产品齐全，23 年盈利能力重回高位.....	4
1.2 臂式产品放量成为公司 23 年主要增长动力.....	5
1.3 拟投资扩产新能源高空作业平台，再添成长动力.....	6
2. 高空作业平台行业周期性弱，海外地区高景气有望延续.....	6
2.1 高空作业平台周期性较弱，需求主要集中在发达地区.....	6
2.2 欧美：高空作业机械海外市场需求稳定增长，头部厂商订单需求旺盛.....	8
2.3 国内：高空机械租赁行业规模稳定增长，国内市场正处成长阶段.....	10
2.4 格局：头部厂商集中度高，国产厂商未来替代空间广阔.....	11
3、23 年公司业绩高增的持续性如何展望？.....	12
3.1 出海：全球化战略成果显著，海外收入占比提升带动盈利能力.....	12
3.2 电动化：电动化产品占比持续提升.....	14
3.3 高端臂式产品放量，23 年臂式产品毛利率明显提升.....	14
4. 盈利预测与投资建议.....	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 投资建议.....	17
5. 风险提示.....	17

图表目录

图表 1：深耕高机行业二十余载，已实现高空作业平台多品类全覆盖.....	4
图表 2：18-23 年公司营业收入呈上升趋势.....	4
图表 3：20-23 年公司净利润高速增长.....	4
图表 4：公司毛利率多年领先同行.....	5
图表 5：公司净利率长期领先同行.....	5
图表 6：公司各项费用率管控良好.....	5
图表 7：公司 ROE 长期保持高位.....	5
图表 8：臂式产品收入快速增长.....	6
图表 9：臂式产品收入占比逐 23 年明显提升.....	6
图表 10：公司拟投资 17 亿元扩产新能源高空作业平台.....	6
图表 11：高空作业平台分类.....	7
图表 12：高空作业平台下游应用场景.....	7
图表 13：高空作业平台主要以租赁模式为主.....	7
图表 14：近十年公司营收持续正增长，独立于传统工程机械周期.....	8



图表 15:	2022 年全球高空作业平台租赁市场设备保有量份额.....	8
图表 16:	美国市场高机租赁收入呈现增长趋势.....	9
图表 17:	欧洲市场高机租赁收入呈现增长趋势.....	9
图表 18:	Terex 高机在手订单维持高位.....	9
图表 19:	Oshkosh 高机在手订单维持高位.....	9
图表 20:	联合租赁各类设备保有量占比.....	9
图表 21:	20-23 年联合租赁租金收入保持增长趋势.....	10
图表 22:	联合租赁设备保有量维持较高水平.....	10
图表 23:	联合租赁对于公司 24 年收入、业绩指引保持乐观.....	10
图表 24:	国内租赁市场收入高速增长.....	11
图表 25:	国内高空机械出租率长期保持 70%左右高位.....	11
图表 26:	升降工作平台产品国内销量情况.....	11
图表 27:	2021 年全球高机厂商市场份额.....	12
图表 28:	2022 年全球高机厂商市场份额.....	12
图表 29:	23Q3 公司单季度毛利率创历史新高.....	12
图表 30:	22Q4 以来公司单季度利润呈现上升趋势.....	12
图表 31:	公司入股多家海外企业发力海外市场.....	13
图表 32:	21-23 年公司海外收入高速增长.....	13
图表 33:	公司分支机构遍布多个大洲.....	13
图表 34:	2023 年公司海外收入占比超 65%.....	13
图表 35:	公司海外毛利率远超国内.....	13
图表 36:	21-23 年公司臂式产品电动化率持续提升.....	14
图表 37:	公司臂式电动化率仍有提升空间.....	14
图表 38:	公司全系列臂式产品均有电动化类型.....	14
图表 39:	公司臂式高空作业平台最大工作高度实现突破.....	15
图表 40:	22-23 年公司臂式产品毛利率明显提升.....	15
图表 41:	臂式产品整体收入快速增长.....	15
图表 42:	22-23 年公司臂式产品海外收入快速增长.....	15
图表 43:	公司臂式产品产量大幅增长.....	15
图表 44:	公司五期“未来工厂”俯视图.....	15
图表 45:	公司营业收入拆分及预测.....	16
图表 46:	可比公司估值比较.....	17



1. 国内高空作业平台龙头，全球化布局顺利

1.1 高空作业平台产品齐全，23年盈利能力重回高位

深耕高机行业二十余载，已实现高空作业平台多品类全覆盖。公司成立于2005年，现为国内高空作业平台龙头企业，经营品类齐全，电动化程度高，产品主要包括臂式、剪叉式和桅柱式高空作业平台。

图表1：深耕高机行业二十余载，已实现高空作业平台多品类全覆盖

产品类型	驱动类型	产品细分	工作高度	最大载荷	应用场景	
臂式高空作业平台	电动	直臂式	16m-44m	454kg	作业高度高，覆盖范围广，可进入狭窄空间作业，适用于大型场馆、高铁高架等基础设施的安装	
		曲臂式				
	柴动					
剪叉式高空作业平台	电动	直臂式	6m-32m	1000kg		作业平台宽大，载重量大，应用领域最广泛，用于消防安装、厂房吊顶等场景
		曲臂式				
	柴动					
桅柱式高空作业平台	电动	大型剪叉式	7m-14m	300kg	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	
		小型剪叉式				
	迷你剪叉式					
桅柱式高空作业平台	电动	大型剪叉式	7m-14m	300kg		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
		套筒式				
	桅柱式					
桅柱式高空作业平台	电动	高空取料机	7m-14m	300kg	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	
		拣选车				
	玻璃吸盘车					
桅柱式高空作业平台	柴动	轨道高空车	7m-14m	300kg		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
		桥式平台				

来源：公司官网，国金证券研究所

营业收入稳中有升，22-23年公司归母净利润高速增长。2020年受公共卫生事件影响，公司营收增速放缓。2021年海外市场需求回暖，客户采购需求回暖，同时持续深耕国际市场，海外业务收入达到19.8亿元，同比增长149.44%。得益于海外收入占比提升、电动化高附加值产品放量，2023年公司盈利能力提升，带动利润释放，根据公告，23年公司实现归母净利18.67亿元，同比+48.51%。

图表2：18-23年公司营业收入呈上升趋势

图表3：20-23年公司净利润高速增长



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

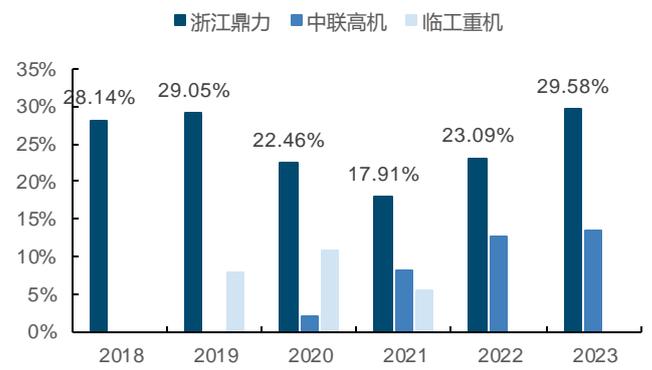
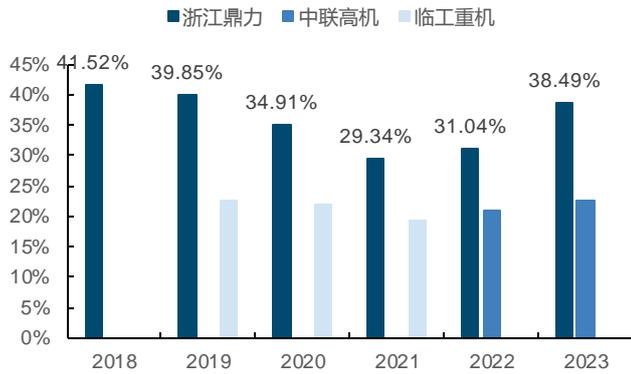
盈利能力快速修复，利润率多年行业内领先。公司毛利率、净利率水平长期保持国内行业领先水平，比业内其他厂商高出5-10pcts。受公共卫生事件影响，公司出口放缓，2019-2021年利润率有所下滑。随着海外市场的复苏和臂式产品放量提升，公司利润率逐步提



升，毛利率/净利率由 21 年 29.34%/17.91%提升到 23 年的 38.49%/29.58%。

图表4：公司毛利率多年领先同行

图表5：公司净利率长期领先同行



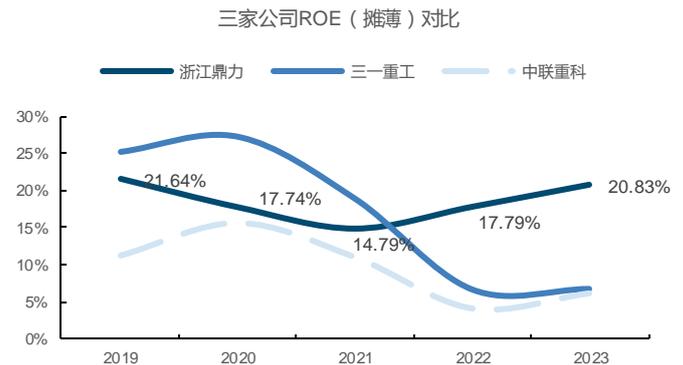
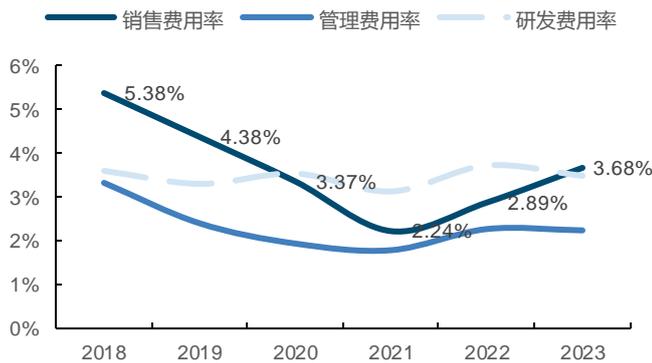
来源：wind，国金证券研究所 注：临工重机因为 IPO 终止，因此统计口径截止于 21 年

来源：wind，国金证券研究所

各项费用管控良好，ROE 长期保持高位。公司治理高效，18-23 年期间各项费用率相对稳定，23 年公司销售/管理/研发费用率分别为 3.68%/2.24%/3.49%。得益于盈利能力和治理水平提升，公司 ROE 长期保持高位，23 年公司 ROE 达到 20.83%，处于可比公司较高水平。

图表6：公司各项费用率管控良好

图表7：公司 ROE 长期保持高位



来源：ifind，国金证券研究所

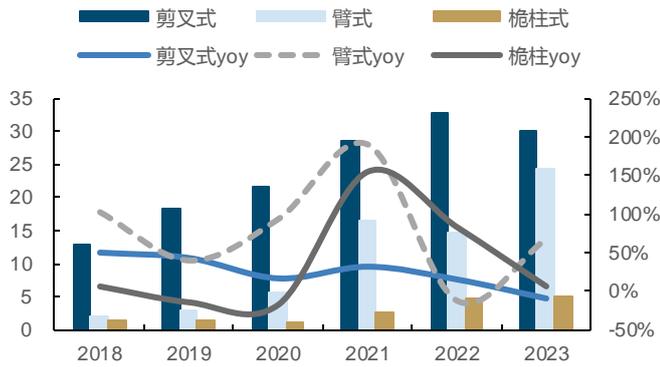
来源：ifind，国金证券研究所

1.2 臂式产品放量成为公司 23 年主要增长动力

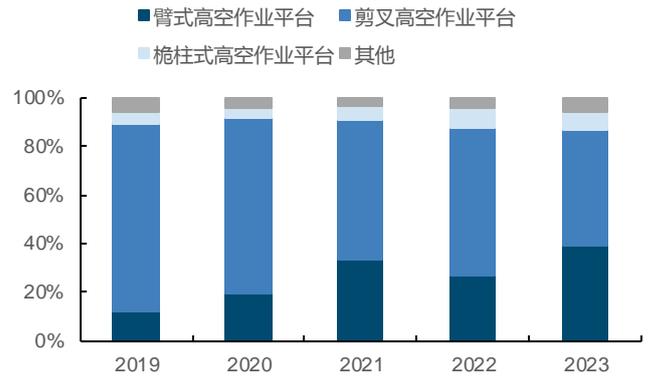
公司在高端臂式产品持续发力，臂式高空作业平台收入快速增长。公司积极应对国内国外市场变化，布局臂式平台生产。臂式产品收入由 19 年的 2.1 亿元提升到 23 年 24.5 亿元，占比由 12%提升至 39%，收入占比大幅提升，臂式产品的快速增长主要得益于：1) 21 年海外需求回暖；2) 臂式产能落地，21 年公司臂式产品产量达到 4356 台，同比+137.56%，近两年产能释放实现臂式业务快速发展。



图表8: 臂式产品收入快速增长



图表9: 臂式产品收入占比逐年明显提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3 拟投资扩产新能源高空作业平台, 再添成长动力

根据公告, 24年3月公司拟投资17亿元扩充新能源高空作业平台产能, 规划实现年产20000台新能源高空作业平台, 建设周期为36个月。项目完成后, 公司规划实现年收入25亿元。随着新项目产能逐渐落地, 公司新能源类高空作业平台有望进入放量期。

图表10: 公司拟投资17亿元扩产新能源高空作业平台

新能源高空作业平台项目概况	
项目名称	年产20,000台新能源高空作业平台项目
项目建设地点	浙江省德清县雷甸镇
项目投资金额	17亿元 (包含购置土地税、建筑工程、设备费)
资金来源	自筹资金
项目建设周期	36个月
效益分析	项目达产后, 正常年份可以实现销售收入25亿元

来源: 公司公告, 国金证券研究所

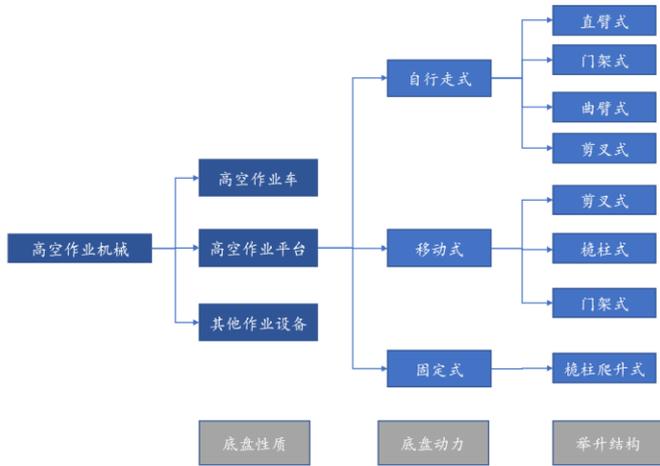
2. 高空作业平台行业周期性弱, 海外地区高景气有望延续

2.1 高空作业平台周期性较弱, 需求主要集中在发达地区

高空作业机械主要分为三大类, 下游应用领域广泛。高空作业机械是指将人或物送到指定位置进行高空作业或施工的设备, 按照底盘性质主要可以分为高空作业车和高空作业平台, 其中高空作业平台凭借其灵活性应用最为普遍。高机下游应用较为广泛, 除了场馆建设、机场火车站和市政工程等传统建筑工程外, 还可用于外墙清洁、船舶制造、媒体广告安装仓储物流等领域, 需求长期较为稳定。



图表11: 高空作业平台分类



图表12: 高空作业平台下游应用场景

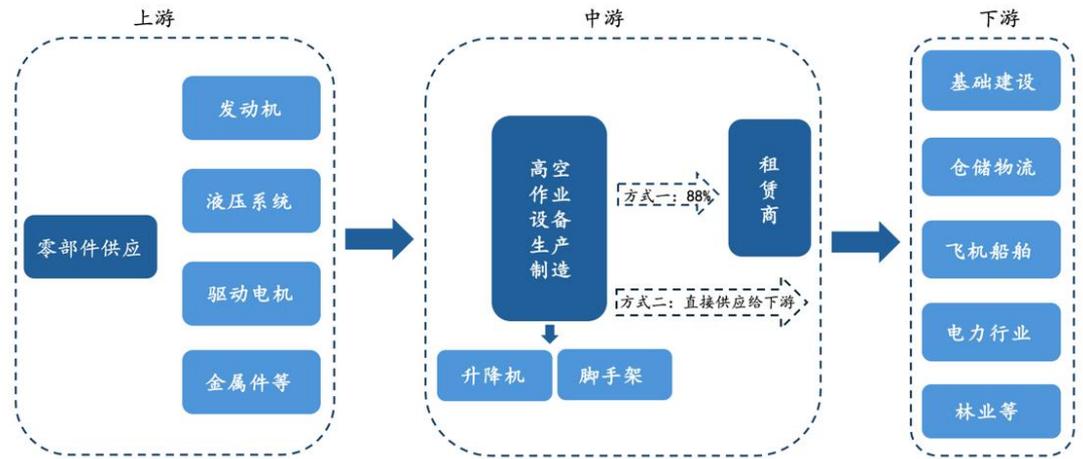


来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

高空作业平台主要以租赁模式为主, 近9成产品通过租赁商销售给下游客户。高空作业平台通过租赁模式进行销售有几大好处: 1) 高空作业平台产品单价高、使用频率高、时间短, 租赁模式从产品生命周期来看, 成本更低; 2) 对租赁商来说, 通过“干租”模式, 对于终端客户的普通工人进行简单培训, 可行性高; 3) 对于来说下游客户来说, 租赁模式能够节省生产成本, 保证资金流动性。

图表13: 高空作业平台主要以租赁模式为主

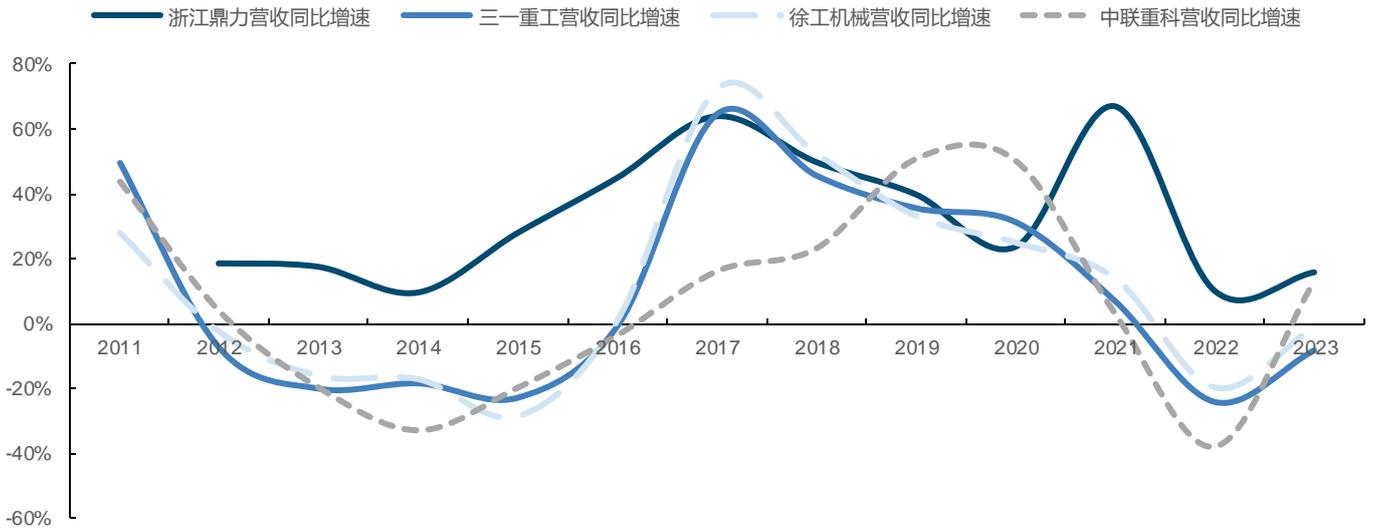


来源: 中商情报网, 国金证券研究所

高空机械属于弱周期行业, 头部厂商收入长期稳定增长。与传统工程机械不同, 高空作业平台得益于其广阔的下游应用领域, 需求受工程机械周期影响较小。从营收增速来看, 近15年三一重工、徐工机械、中联重科收入增速呈现周期性波动, 而公司过去10年营收始终保持正增长, 展现极强韧性。



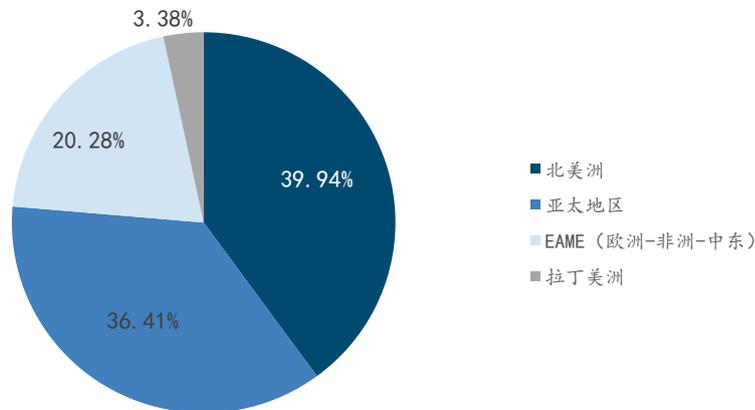
图表14: 近十年公司营收持续正增长, 独立于传统工程机械周期



来源: 各公司公告, Wind, 国金证券研究所

欧美地区市场成熟, 产品普及率高, 为全球高空作业平台最大市场。高机广泛应用于市政工程、仓储物流等领域, 与经济发展水平密切相关, 需求主要集中在欧美等发达国家和地区。根据《IPAF Rental Market Report 2023》, 2022 年全球高空作业平台租赁市场保有量为 220.2 万台, 其中北美为第一大市场, 保有量为 87.9 万台, 占比 39.94%。

图表15: 2022 年全球高空作业平台租赁市场设备保有量份额



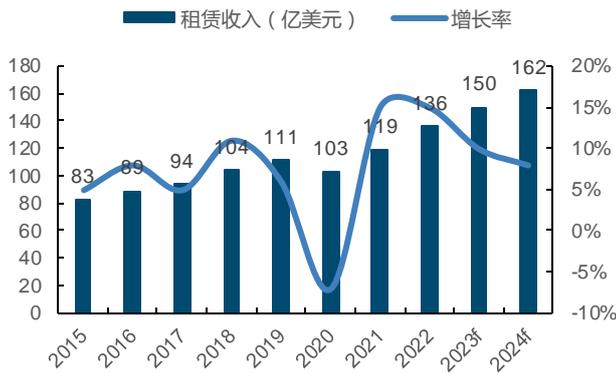
来源: IPAF, 公司年报, 国金证券研究所

2.2 欧美: 高空作业机械海外市场需求稳定增长, 头部厂商订单需求旺盛

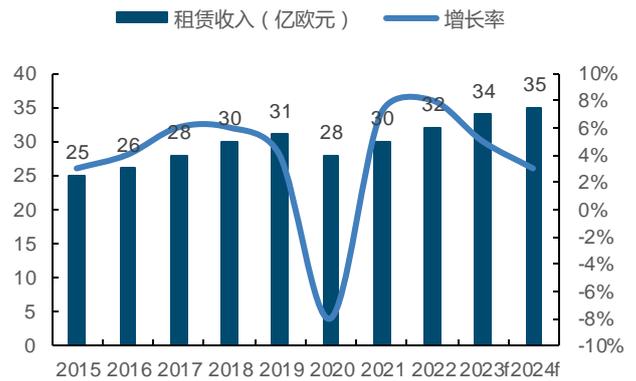
欧美市场长期需求稳定, 高机租赁市场持续景气。根据《IPAF Rental Market Report 2023》, 2015-2022 美国和欧洲高机租赁收入整体呈增长态势, 2022 年美国/欧洲高机租赁收入分别为 136 亿美元、32 亿欧元, 同比增长 15%/8%。



图表16: 美国市场高机租赁收入呈现增长趋势



图表17: 欧洲市场高机租赁收入呈现增长趋势

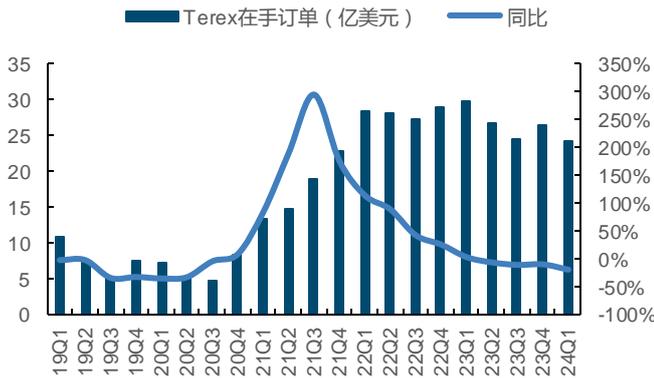


来源: IPAF, 公司公告, 国金证券研究所

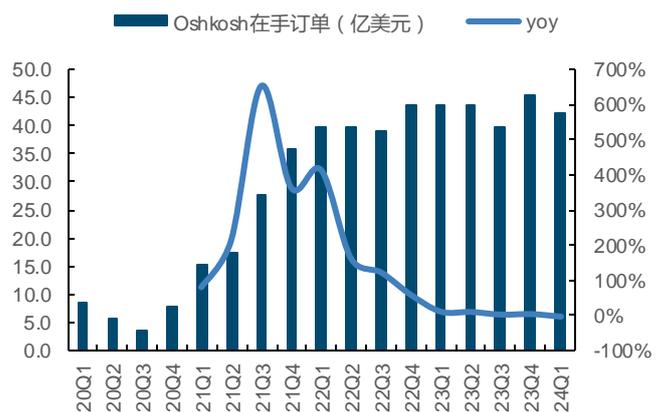
来源: IPAF, 公司公告, 国金证券研究所

友商视角: 北美头部高机厂商在手订单充足, 美国当地高机需求旺盛。美国高机龙头 Terex、Oshkosh 在手订单充足, 表明行业未来需求旺盛; Terex、Oshkosh 订单量自 2020Q4 开始高速增长, 2022Q1 至今始终维持高位, 2024Q1 Terex、Oshkosh 高机在手订单分别为 24.3、42.3 亿美元。

图表18: Terex 高机在手订单维持高位



图表19: Oshkosh 高机在手订单维持高位



来源: Terex 公告, 国金证券研究所

来源: Oshkosh 公告, 国金证券研究所

下游视角: 联合租赁是全球最大的设备租赁商、亦属于浙江鼎力下游, 该公司设备保有量中 25% 的产品来自于高空作业平台, 因此联合租赁的相关指标能够一定程度上反映北美高机行业需求的景气度。

图表20: 联合租赁各类设备保有量占比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
一般建筑和工业设备	43%	43%	43%	43%	43%	42%	42%	42%
高空作业平台	32%	32%	28%	28%	27%	26%	24%	25%
通用工具和轻型设备	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
电力及暖通空调设备	7%	7%	8%	8%	9%	9%	10%	10%
地沟安全设备	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
流体解决方案设备	4%	5%	6%	7%	7%	7%	7%	7%
移动存储设备和模块化办公空间	-	-	-	-	-	2%	3%	3%

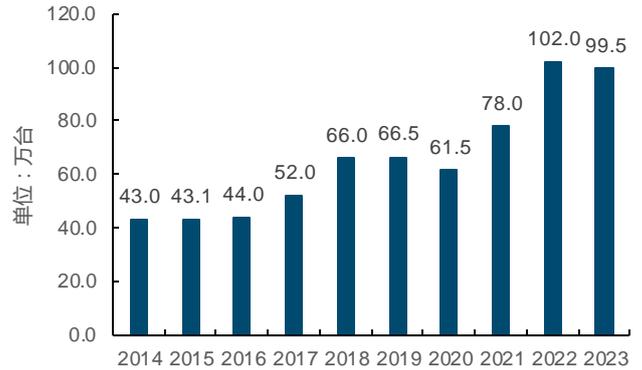
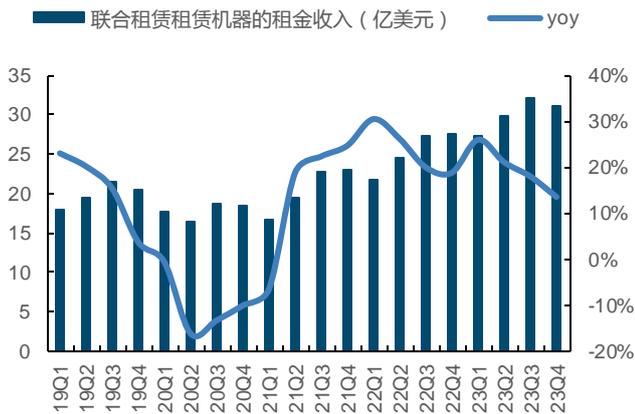
来源: 联合租赁年报, 国金证券研究所

联合租赁收入连续多个季度保持增长。根据联合租赁公告, 联合租赁租金收入自 21Q2 保持 10% 以上的增长率, 23Q4 营收达到 31 亿美元, 保持增长态势; 从联合租赁的设备保有量来看, 23 年公司各类设备保有量达到 99.5 万台, 保持较高需求水平。



图表21: 20-23 年联合租赁租金收入保持增长趋势

图表22: 联合租赁设备保有量维持较高水平

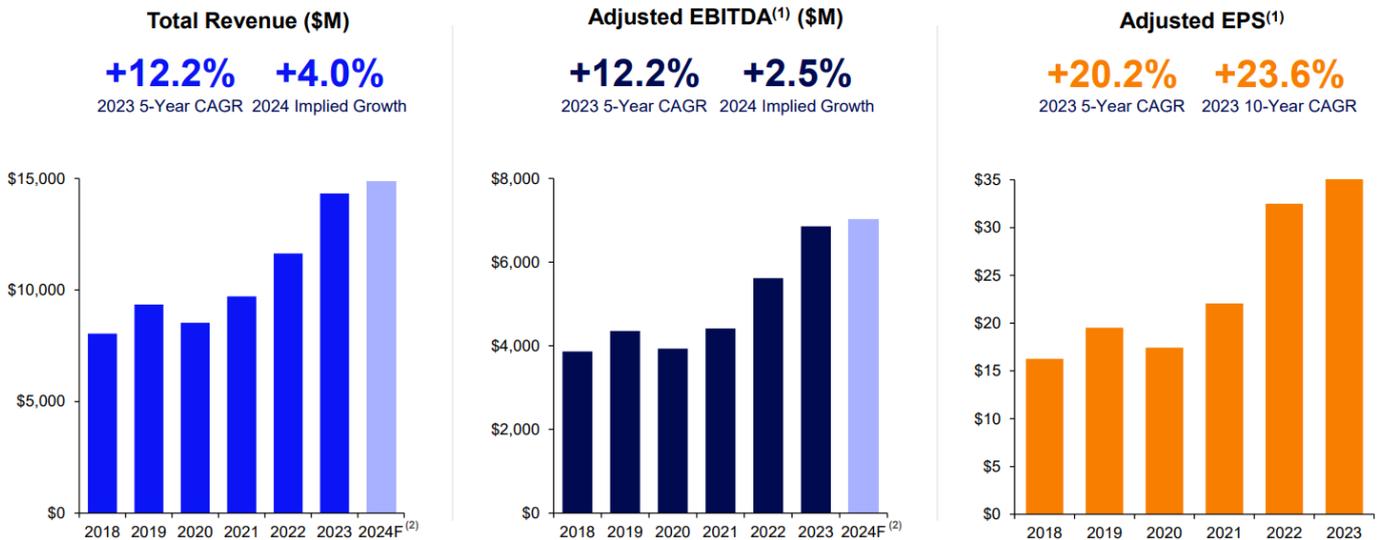


来源: 联合租赁公告, 国金证券研究所

来源: 联合租赁公告, 国金证券研究所

联合租赁对 24 年收入、业绩仍然保持增长预期。根据联合租赁 23Q4 Investor Presentation 公告, 联合租赁预计 24 年实现收入增长 4%、EBITDA 增长 2.5%、EPS 增长 23.6%, 公司对于 24 年预期仍然保持乐观。

图表23: 联合租赁对于公司 24 年收入、业绩指引保持乐观



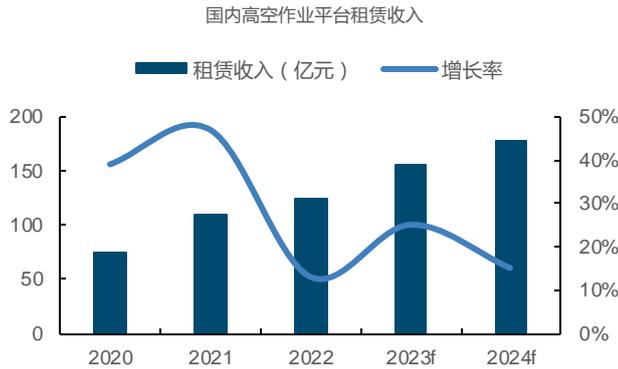
来源: 联合租赁 23Q4 Investor Presentation, 国金证券研究所

2.3 国内: 高空机械租赁行业规模稳定增长, 国内市场正处成长阶段

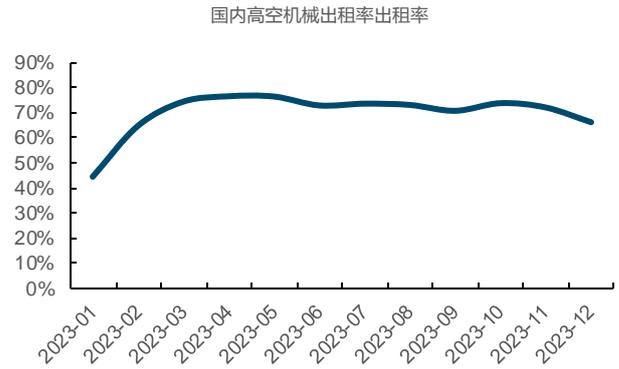
中国高空作业平台租赁市场收入高速增长, 出租率指数长期维持高位。根据 IPAF 数据, 中国高机租赁收入 2020-2022 连续三年保持较高增长率, 2022 年租赁收入为 124.53 亿元, 同比增长 13%。租赁市场持续景气, 出租率长期保持 70%左右高位。



图表24: 国内租赁市场收入高速增长



图表25: 国内高空机械出租率长期保持70%左右高位

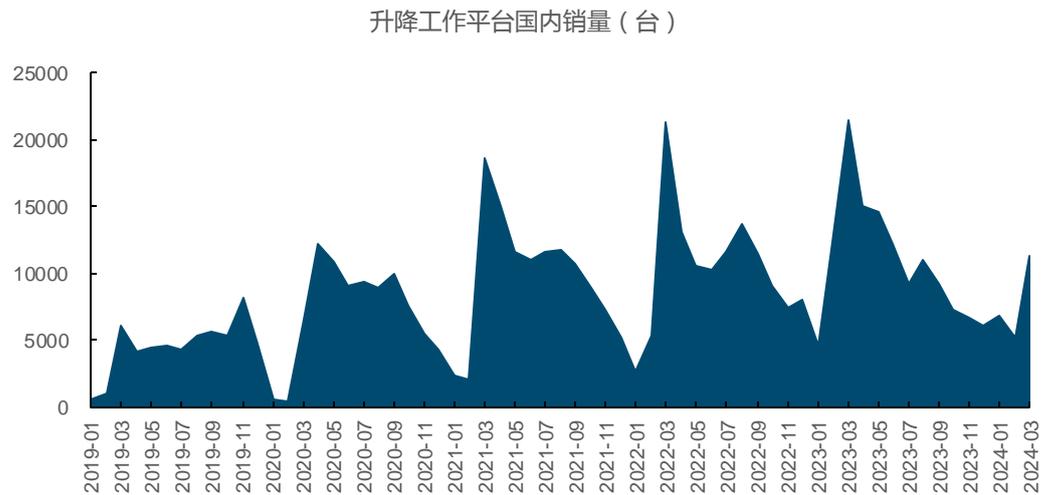


来源: IPAF, 公司公告, 国金证券研究所

来源: 高空机械工程公众号, 国金证券研究所

国内高空作业平台长期需求稳健。根据中国工程机械工业协会数据, 国内高机月度销量从19年1月的608台提升至24年1月的11304台, 整体需求呈现季节性波动, 但长期需求稳健。

图表26: 升降工作平台产品国内销量情况



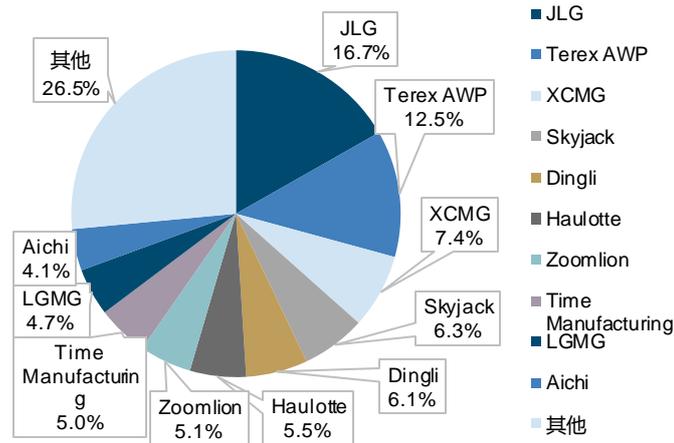
来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

2.4 格局: 头部厂商集中度高, 国产厂商未来替代空间广阔

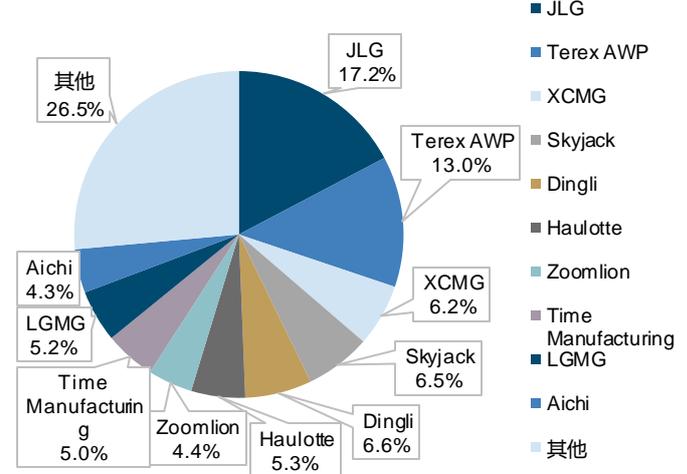
全球高机行业格局稳定, 国内多家厂商属于行业第一梯队。目前全球高机行业主要以欧洲、北美等国家的厂商为主, 国内国家厂商成绩亮眼。根据《Access International》数据, 以全球排名前40位的高机厂商总营收作为市场规模, 2021-2022公司市占率由6.1%提升到6.6%, 稳居全球前五位。2022年全球高空机械前10大制造商销售收入总计106亿美元, 占据了73.59%的市场份额。



图表27: 2021 年全球高机厂商市场份额



图表28: 2022 年全球高机厂商市场份额



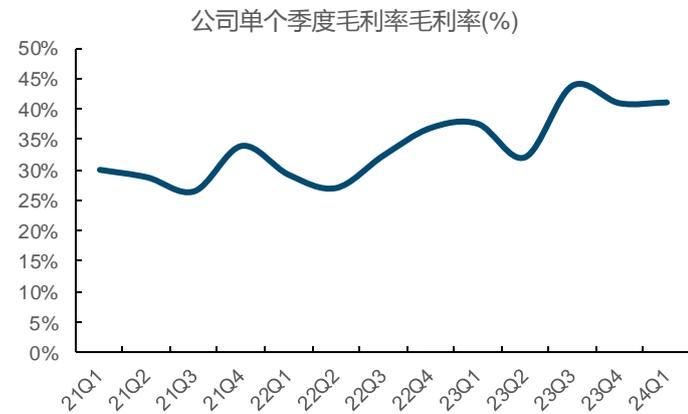
来源: Access International, 国金证券研究所

来源: Access International, 国金证券研究所

3、23 年公司业绩高增的持续性如何展望？

出海+电动化+臂式放量，推动公司 23 年盈利能力大幅增长。从盈利能力来看：23 年公司毛利率达到 38.49%，同比+7.45pcts，其中 23Q3 单季度毛利率创下历史新高。从归母净利润来看：公司 22Q4 以来的四个季度高速增长，23Q4 单季度利润创下历史新高。

图表29: 23Q3 公司单季度毛利率创历史新高



图表30: 22Q4 以来公司单季度利润呈现上升趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

我们认为公司 23 年公司业绩持续超预期除了汇率因素波动外，主要得益于产品出海、积极推进电动化、高端臂式产品放量三个原因，且这三项贡献业绩增量的重要因素在 24 年仍有望持续。

3.1 出海：全球化战略成果显著，海外收入占比提升带动盈利能力

布局多家海外子公司，发力海外市场。高空作业平台主要需求来自于北美地区和 EAME 地区，公司在欧美入股多家公司切入当地市场。

- 意大利 Magni: 2016 年公司以 14,375,000 欧元对 Magni 进行增资后持有 Magni 20% 股权，助力公司切入欧洲市场。
- 美国 CEMC: 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，成功切入北美市场，23 年 10 月增资收购，持有 CEMC 公司 49.8% 股权；并且根据 23 年年报，公司于 24 年 4 月份完成交易再次获取 CMEC 的 49.7% 的股权，目前已经持有 99.5% 的股权；CEMC 主要客户为多家全美高空作业设备百强企业，实现完全控股后有助于公司进军北美市场。



- 德国 TEUPEN: 2020 年公司收购全球蜘蛛式高空作业平台龙头德国 Teupen, 将公司产品线扩张至自行走蜘蛛式高空作业平台领域, 进一步完善产品线。

图表31: 公司入股多家海外企业发力海外市场

公司名称	核心产品及服务	公司持股比例	23 年营业收入	23 年净利润
Magni	机械升降、运输设备制造及销售	目前已剥离股权	-	-
CMEC	高空作业平台、工业级直臂产品	99.5%	4.08 亿美元	0.45 亿美元
TEUPEN	设计、制造蜘蛛式高空作业平台	24%		

来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 截止到 24 年 5 月 8 日

得益于全球化战略, 海外收入增长强劲。公司积极推进国际化战略, 通过多次并购提升市场竞争力。2016 年, 收购 Magni 公司 20% 股权, 成立意大利研究中心; 2017 年, 收购美国 CMEC 25% 股权, 进军北美租赁市场; 2020 年, 收购德国 TEUPEN 24% 股权, 成立德国研发中心。20-23 年公司海外营收稳步提升, 23 年公司海外营收 38.40 亿元, 同比增长 13.35%, 占比 66.41%。

图表32: 21-23 年公司海外收入高速增长



来源: ifind, 国金证券研究所

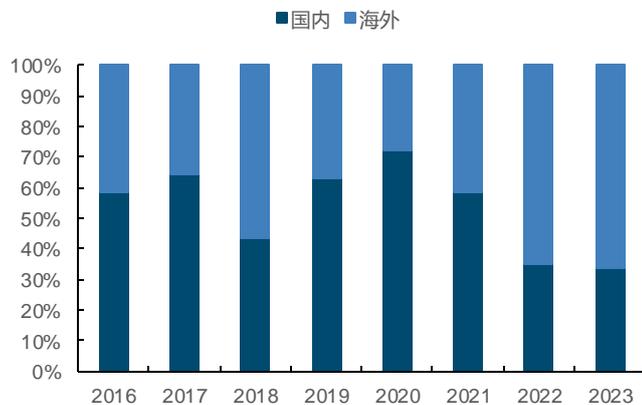
图表33: 公司分支机构遍布多个大洲



来源: 公司官网, 国金证券研究所

海外市场盈利能力更强, 随着海外占比持续提升, 整体盈利能力有望继续上行。19-23 年公司海外收入占比从 36.88% 提升到 66.41%, 23 年海外收入占比超过 65%。由于海外销售渠道的完善和臂式平台的顺利推广, 公司海外毛利率明显高于国内, 23 年海外毛利率达到 41.7%, 比国内市场高 14.35pcts; 随着公司海外收入占比持续提升, 整体盈利能力有望持续优化。

图表34: 2023 年公司海外收入占比超 65%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表35: 公司海外毛利率远超国内



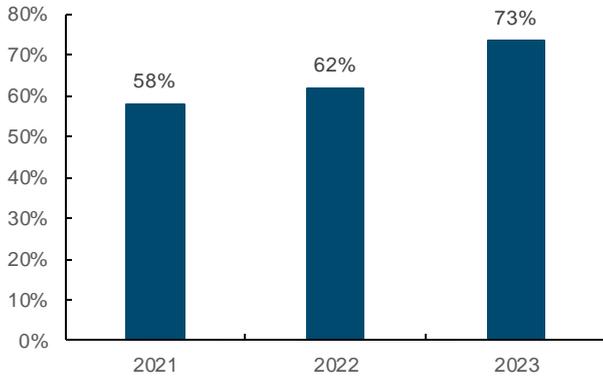
来源: 公司公告, 国金证券研究所



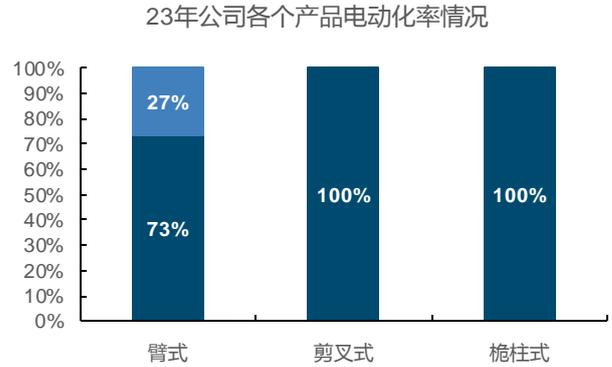
3.2 电动化：电动化产品占比持续提升

积极推进电动化，电动化产品占比持续提升。公司早在2016年已开始布局电动新产品矩阵，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。公司不断加深、加强电动化发展，2023年公司剪叉式、桅柱式产品均实现完全电动化，而臂式产品电动化率在过去三年迅速提升，从21年的58%提升至23年的73%，但是相比于其他品类，臂式的电动化比例仍有提升空间。

图表36：21-23年公司臂式产品电动化率持续提升



图表37：公司臂式电动化率仍有提升空间



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

电动化产品出海顺利，符合未来趋势，盈利水平高。随着欧盟电池法规落地，对于电池生命周期的管理提出新要求，建立电池回收机制，对于电池管理要求更为严格；电动化产品成为工程机械出海欧洲的重要增量。公司目前已经实现全品类产品电动化，顺应电动化出海趋势。根据公司投资者关系记录，电动化产品销售能够提升毛利率水平，随着电动化比例不断提升，整体盈利能力有望提升。

图表38：公司全系列臂式产品均有电动化类型

臂式高空作业平台

	44m	41m	36m	34m	30m	28m	26m	24m
普通小臂								
柴油				BT34RT	BT30RT	BT28RT	BT26RT	BT24RT
电动				BT34ERT	BT30ERT	BT28ERT	BT26ERT	BT24ERT
混动				BT34HRT	BT30HRT	BT28HRT	BT26HRT	BT24HRT
可倒钩式小臂								
柴油	BT44RT	BT41RT	BT36RT	BT34BRT		BT28BRT	BT26BRT	BT24BRT
电动	BT44ERT	BT41ERT	BT36ERT	BT34BERT		BT28BERT	BT26BERT	BT24BERT
混动	BT44HRT	BT41HRT	BT36HRT	BT34BHRT		BT28BHRT	BT26BHRT	BT24BHRT
可倒钩式伸缩小臂								
柴油						BT30SRT	BT28SRT	BT26SRT
电动						BT30SERT	BT28SERT	BT26SERT
混动						BT30SHRT	BT28SHRT	BT26SHRT

来源：公司官网，国金证券研究所

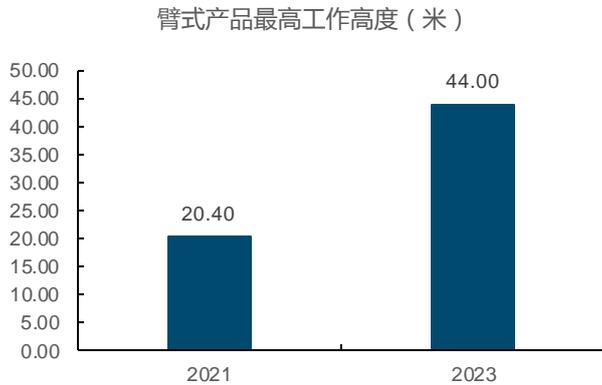
3.3 高端臂式产品放量，23年臂式产品毛利率明显提升

公司臂式产品持续突破瓶颈，高米数产品推进顺利，附加值更高。20年公司臂式产品的最大公所高度为30.3米，22年公司实现突破，将臂式产品的最大工作高度提高到44米，高端产品的附加值更高，带动公司毛利率提升。23年公司臂式产品毛利率达30.52%，相

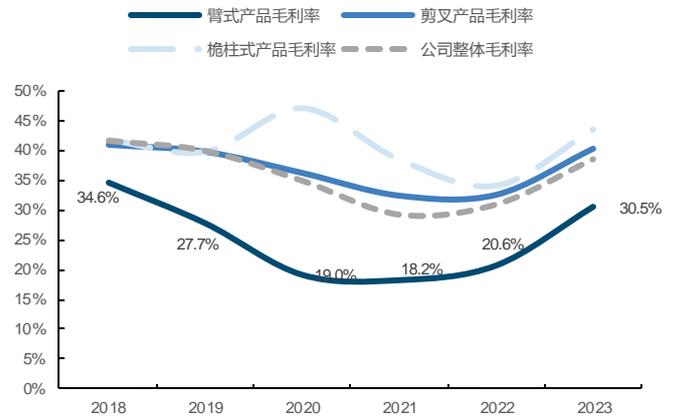


比 22 年底提升 9.88pcts。

图表39：公司臂式高空作业平台最大工作高度实现突破



图表40：22-23 年公司臂式产品毛利率明显提升

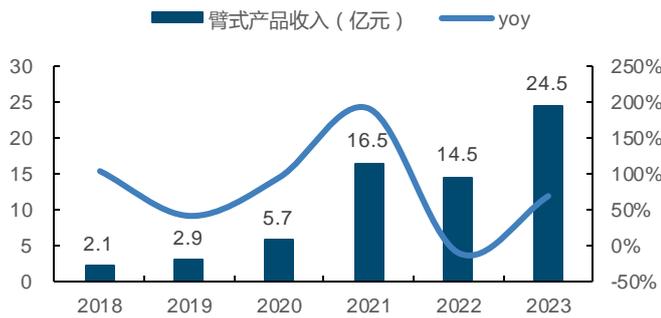


来源：公司公告，国金证券研究所

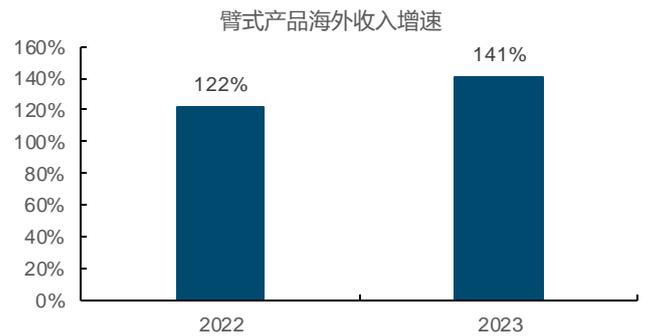
来源：公司公告，国金证券研究所

臂式产品整体收入快速增长，高附加值产品快速放量成为业绩的重要增量贡献。根据公告，22-23 年公司臂式产品海外收入高速增长，增速分别达到+122%、+141%。随着五期工厂产能逐渐落地，臂式产品有望成为公司主要增长动力。

图表41：臂式产品整体收入快速增长



图表42：22-23 年公司臂式产品海外收入快速增长



来源：ifind，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

五期工厂落地助力臂式产品放量，有望提升盈利能力。公司 21 年的定增项目用于建设年产 4000 台大型智能高位高空作业平台建设基地。扩产产品主要为臂式高空作业平台产品，根据公告，公司臂式产品产量从 20 年的 1836 台提升至 23 年的 5993 台，随着五期工厂产能陆续释放，高附加值臂式产品放量有助于拉动整体盈利能力进一步提升。

图表43：公司臂式产品产量大幅增长



图表44：公司五期“未来工厂”俯视图



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所



4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预计 24-26 年公司的营业收入为 77.81/97.52/115.65 亿元、归母净利润为 22.60/27.29/32.58 亿元，对应 EPS 为 4.46/5.39/6.44 元。

1、剪叉式高空作业平台：

- **营收：**公司上市以来，率先发展剪叉式高空作业平台，剪叉式产品销量从 2015 年的 4681 台增长到 23 年的 42823 台，在该领域已经有较高的市场地位。相比于臂式，剪叉式高空作业平台高度灵活性有限，需求增速有所放缓，叠加高基数原因，预计 24-26 年公司剪叉式高空作业平台收入为 32.78/35.45/38.34 亿元，保持 8% 增速。
- **毛利率：**公司高盈利能力的海外业务收入占比持续提升，考虑到公司剪叉式高空作业平台规模较大、电动化率占比高，规模效应显著，23 年该业务毛利率达到 40.3%，同比+7.7pcts；随着高单价产品持续出口，预计 24-26 年公司剪叉式高空作业平台毛利率为 42%/42%/42.5%。

2、臂式高空作业平台

- **营收：**臂式产品整体收入快速增长，现为公司重点发展产品。公司五期工厂现处于产能释放阶段，规划产能 4000-5000 台，24 年开始逐步放量。随着电动化率的提升和海外市场的拓展，23 年臂式产品收入同比增长近 70%。随着五期工厂产能逐渐落地，预计 24-26 年公司臂式高空作业平台营收分别为 35.26/50.88/64.49 亿，同比+44%/44%/27%。
- **毛利率：**臂式毛利率有较大提升空间，23 年公司臂式产品毛利率达 30.5%，同比+9.9pcts，主要得益于高米段臂式推进顺利，最大工作高度已达 44m，产品附加值更高，随着海外高米段臂式高空作业平台放量，公司毛利率有望进一步提升，预计 24-26 年公司臂式高空作业平台毛利率分别为 32.7%/33.7%/34.3%。

3、桅柱式高空作业平台

- **营收：**桅柱式高空作业平台需求较为稳定，未来将维持小幅增长。预计 24-26 年营收为 5.56/6.13/6.76 亿，保持 10% 增速。
- **毛利率：**随着产品出海顺利，23 年公司桅柱式产品毛利率达到 43.4%，同比+9.4pcts，随着产品海外占比持续提升，桅柱式毛利率有望小幅提升，预计 24-26 年该产品毛利率为 44%/45%/46%。

图表45：公司营业收入拆分及预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	29.58	49.40	54.45	63.12	77.81	97.52	115.65
yoy	24%	67%	10%	16%	23%	25%	19%
毛利率	34.9%	29.3%	31.0%	38.4%	39.4%	39.3%	39.6%
剪叉式高空作业平台 (亿元)	21.53	28.47	32.95	30.10	32.76	35.43	38.32
yoy	7%	32%	16%	-9%	9%	8%	8%
毛利率	36.2%	32.5%	32.6%	40.3%	42.0%	42.0%	42.5%
臂式高空作业平台 (亿元)	5.66	16.46	14.54	24.46	35.26	50.88	64.49
yoy	95%	191%	-12%	68%	44%	44%	27%
毛利率	19.0%	18.2%	20.6%	30.5%	32.7%	33.7%	34.3%
桅柱式高空作业平台 (亿元)	1.04	2.63	4.79	5.05	5.56	6.13	6.76
yoy	-18%	153%	82%	5%	10%	10%	10%
毛利率	47.1%	38.4%	34.0%	43.5%	44.0%	45.0%	46.0%
其他业务 (亿元)	1.35	1.84	2.17	3.52	4.22	5.07	6.08
yoy	2%	36%	18%	62%	20%	20%	20%
毛利率	71.0%	67.8%	70.2%	70.2%	70.2%	70.2%	70.2%

来源：Wind，国金证券研究所

费用率预测：考虑到后续五期工厂新产能释放和海外市场持续开拓，规模效应有望持续显



现，我们预计 24-26 年公司的销售费率、管理费率、研发费用率有望稳中有降，预计 24-26 年公司销售费率为 3.0%/3.0%/2.8%、管理费保持在 2.2%/2.2%/2.0%、研发费率为 3.3%/3.3%/3.0%。

4.2 投资建议

我们选取徐工机械、中联重科、三一重工、杭叉集团做可比公司。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 22.60/27.29/32.58 亿元，对应 PE 分别为 15/12/10 倍。参考可比公司估值，考虑到公司收入弱周期性，且高端臂式放量引领毛利率进一步提升，看好公司 24-25 年业绩保持高增，给予公司 2024 年 18 倍 PE，则合理估值为 406.8 亿元、对应目标价 80.35 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表46：可比公司估值比较

证券代码	股票名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
000425.SZ	徐工机械	7.38	0.36	0.45	0.57	0.66	0.84	20.50	16.40	12.90	11.13	8.76
000157.SZ	中联重科	8.60	0.27	0.40	0.52	0.72	0.92	31.85	21.50	16.51	12.01	9.37
600031.SH	三一重工	16.66	0.51	0.53	0.70	0.92	1.13	32.96	31.16	23.77	18.17	14.73
603298.SH	杭叉集团	31.76	1.14	1.84	2.15	2.52	2.93	27.86	17.26	14.77	12.60	10.84
	平均		0.57	0.81	0.99	1.20	1.46	28.29	21.58	16.99	13.48	10.93
603338.SH	浙江鼎力	67.20	2.48	3.69	4.46	5.39	6.43	27.06	18.22	15.05	12.47	10.44

来源：Wind，国金证券研究所 注：截止日期为 2024.05.08；其中杭叉集团盈利预测采用 wind 一致预期；三一重工、徐工机械、中联重科采用最新研报预测数据

5.风险提示

市场竞争加剧风险。高空作业平台利润率高且周期较弱，多家国内厂商陆续进入高机行业，出海趋势明显，未来国内和海外市场竞争会进一步加剧，可能会对公司的销售和利润产生不利影响。

产能扩展不及预期风险。受国内宏观经济、政策变化、企业现金流的影响，若产能扩张以及配套产业链布局不能按时完成，会不利于公司的业绩增长。

贸易摩擦风险。全球政治经济形势复杂多变，地缘政治风险加剧，且国际贸易摩擦不断，欧美“双反”政策对中国高空作业机械产品出口施加诸多限制，未来若地缘政治与贸易摩擦风险进一步加剧，中国高机出海或受较大阻碍。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	4,939	5,445	6,312	7,781	9,752	11,565	货币资金	3,514	3,522	4,397	3,690	5,060	5,356	
增长率	10.2%	15.9%	23.3%	25.3%	18.6%		应收款项	1,642	2,101	2,421	3,237	4,191	5,065	
主营业务成本	-3,490	-3,755	-3,882	-4,711	-5,915	-6,987	存货	1,387	1,795	1,921	2,362	2,917	3,446	
%销售收入	70.7%	69.0%	61.5%	60.6%	60.7%	60.4%	其他流动资产	850	1,403	1,401	1,629	541	552	
毛利	1,449	1,690	2,430	3,070	3,837	4,578	流动资产	7,394	8,821	10,140	10,919	12,709	14,419	
%销售收入	29.3%	31.0%	38.5%	39.4%	39.3%	39.6%	%总资产	77.2%	74.7%	71.4%	70.0%	70.4%	70.6%	
营业税金及附加	-15	-12	-33	-18	-22	-27	长期投资	963	993	1,833	2,263	2,263	2,263	
%销售收入	0.3%	0.2%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	942	1,408	1,827	1,991	2,658	3,306	
销售费用	-111	-158	-232	-233	-293	-324	%总资产	9.8%	11.9%	12.9%	12.8%	14.7%	16.2%	
%销售收入	2.2%	2.9%	3.7%	3.0%	3.0%	2.8%	无形资产	236	399	391	406	420	434	
管理费用	-88	-123	-141	-171	-215	-231	非流动资产	2,181	2,980	4,067	4,673	5,352	6,014	
%销售收入	1.8%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.0%	%总资产	22.8%	25.3%	28.6%	30.0%	29.6%	29.4%	
研发费用	-155	-202	-220	-257	-322	-347	资产总计	9,574	11,802	14,207	15,591	18,062	20,433	
%销售收入	3.1%	3.7%	3.5%	3.3%	3.3%	3.0%	短期借款	873	777	826	1,061	1,057	715	
息税前利润 (EBIT)	1,080	1,195	1,802	2,390	2,986	3,649	应付款项	2,057	2,592	3,182	2,922	3,668	4,329	
%销售收入	21.9%	21.9%	28.6%	30.7%	30.6%	31.6%	其他流动负债	214	384	427	431	523	621	
财务费用	-69	233	245	107	28	7	流动负债	3,144	3,753	4,435	4,413	5,248	5,665	
%销售收入	1.4%	-4.3%	-3.9%	-1.4%	-0.3%	-0.1%	长期贷款	302	740	493	614	614	614	
资产减值损失	-32	-26	-25	-40	-40	-40	其他长期负债	150	244	313	249	248	247	
公允价值变动收益	0	-25	-37	-40	0	0	负债	3,596	4,737	5,242	5,276	6,109	6,526	
投资收益	15	49	92	90	73	39	普通股股东权益	5,978	7,065	8,965	10,315	11,952	13,907	
%税前利润	1.4%	3.4%	4.2%	3.5%	2.3%	1.0%	其中：股本	506	506	506	506	506	506	
营业利润	1,022	1,460	2,175	2,598	3,137	3,745	未分配利润	2,836	3,921	5,535	6,892	8,529	10,484	
营业利润率	20.7%	26.8%	34.5%	33.4%	32.2%	32.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	-1	0	-1	0	0	0	负债股东权益合计	9,574	11,802	14,207	15,591	18,062	20,433	
税前利润	1,021	1,460	2,174	2,598	3,137	3,745	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	20.7%	26.8%	34.4%	33.4%	32.2%	32.4%	每股指标							
所得税	-137	-203	-307	-338	-408	-487	每股收益	1.822	2.483	3.687	4.464	5.390	6.435	
所得税率	13.4%	13.9%	14.1%	13.0%	13.0%	13.0%	每股净资产	12.314	13.953	17.706	20.371	23.605	27.465	
净利润	884	1,257	1,867	2,260	2,729	3,258	每股经营现金净流	0.770	1.850	4.399	1.171	4.488	5.666	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.340	0.500	0.000	1.785	2.156	2.574	
归属于母公司的净利润	884	1,257	1,867	2,260	2,729	3,258	回报率							
净利率	17.9%	23.1%	29.6%	29.0%	28.0%	28.2%	净资产收益率	14.79%	17.79%	20.83%	21.91%	22.83%	23.43%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.24%	10.65%	13.14%	14.50%	15.11%	15.95%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	13.08%	11.99%	15.03%	17.35%	19.07%	20.84%	
净利润	884	1,257	1,867	2,260	2,729	3,258	增长率							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	67.05%	10.24%	15.92%	23.28%	25.33%	18.60%	
非现金支出	111	131	161	178	186	204	EBIT增长率	42.45%	10.61%	50.88%	32.62%	24.91%	22.22%	
非经营收益	34	-277	-71	13	39	62	净利润增长率	33.17%	42.15%	48.51%	21.05%	20.75%	19.39%	
营运资金变动	-655	-175	270	-1,858	-682	-655	总资产增长率	63.14%	23.26%	20.38%	9.74%	15.84%	13.13%	
经营活动现金净流	374	937	2,227	593	2,273	2,869	资产管理能力							
资本开支	-340	-820	-371	-338	234	-866	应收账款周转天数	83.4	123.4	128.2	150.0	155.0	158.0	
投资	260	-412	-499	-240	0	0	存货周转天数	121.8	154.7	174.7	183.0	180.0	180.0	
其他	11	10	8	-140	73	39	应付账款周转天数	103.6	120.7	137.5	120.0	120.0	120.0	
投资活动现金净流	-69	-1,222	-863	-718	307	-827	固定资产周转天数	61.2	63.5	93.3	71.7	57.6	52.8	
股权募资	1,482	0	0	0	0	0	偿债能力							
债权募资	746	266	-203	408	-4	-342	净负债/股东权益	-39.97%	-32.75%	-36.35%	-21.30%	-29.88%	-30.26%	
其他	-159	-222	-318	-988	-1,204	-1,404	EBIT利息保障倍数	15.6	-5.1	-7.4	-22.4	-106.0	-534.3	
筹资活动现金净流	2,069	45	-520	-580	-1,208	-1,746	资产负债率	37.56%	40.13%	36.90%	33.84%	33.83%	31.94%	
现金净流量	2,321	11	876	-705	1,372	296								

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	13	21	25	47
增持	0	3	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.19	1.16	1.14	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究