

2024年05月31日

买入（首次覆盖）

浙江鼎力（603338）：技术引领行业新高度，让世界认可中国制造

——公司深度报告

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

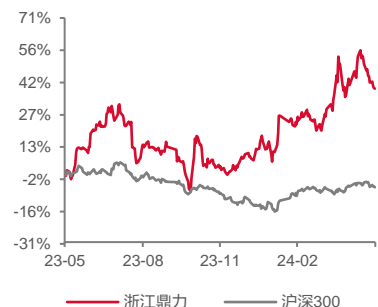
xjb@longone.com.cn

联系人

商俭

shangjian@longone.com.cn

数据日期	2024/05/31
收盘价	63.55
总股本(万股)	50,635
流通A股/B股(万股)	50,635/0
资产负债率(%)	36.67%
市净率(倍)	3.51
净资产收益率(加权)	3.33
12个月内最高/最低价	74.45/42.94



投资要点：

- **高空作业平台龙头企业，业务覆盖全球多国。**浙江鼎力致力于各类智能高空作业平台研制。公司主要产品臂式、剪叉式和桅柱式三大系列，已率先实现全系可选燃油、纯电动和混动，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，产品与品牌价值获国内外客户广泛认可，业务覆盖全球80多个国家和地区，已与多家海外租赁商达成稳定合作。
- **全年实现营收利润双增。**2023年公司海外市场臂式产品推广顺利，带动公司业绩，实现营收63.12亿元，同比增长15.92%；归母净利润18.67亿元，同比增长48.51%；同时，向全体股东每10股派发现金红利10.0元，预计共派发现金5.06亿元。2023年毛利率和净利率为38.49%和29.58%，实现提升7.45pct和6.49pct，得益于公司加大成本管控力度，提高生产效率和毛利产品结构提升。2023年公司销售、管理、研发费用分别为3.68%、2.24%和3.49%。销售费用有所上升主要系产品售后服务费用、销售员工薪酬等增加所致。2024Q1公司归母净利润3.0亿元，同比下滑5.4%，主要系公允价值变动损益-1.0亿元影响。
- **国内市场空间可期，内资厂商全球布局。**“经济+高效+安全”驱动高空作业平台替代传统登高设备，市场发展程度与当地经济水平密切相关。北美以及欧洲地区市场成熟，设备保有量大，增速平稳，主要为更新需求；亚洲市场中，中国起步晚增速快，主要为新增需求；2022年国内租赁保有量44.84万台，美国为79.43万台。从人均保有量来看，中国为3.17台/万人，美国为23.85台/万人，是中国7.5倍，需求提升空间大。国内厂商正逐步推进全球化战略，实现销量以及市占率的增长，全球十强制造商中国已占四家。
- **“设计+智造”铸造壁垒，全球化战略坚定推进。**公司臂式采用模块化设计，全部件85%通用，可降低采购、物流、制造、服务成本和维保成本；“未来工厂”提升总装效率50%以上。公司全球化销售网络覆盖80多个国家，海外收入占比达60.8%；收购美国CMEC股权，开拓高端市场，在美“双反”税率影响最低，仍可在美国地区顺利展业。
- **投资建议：**公司是国内高空作业平台龙头企业，产品设计理念领先谱系齐全，获得国内外客户广泛认可，业务覆盖全球，盈利能力领先，费用控制卓越，“双反”税率低于同行，ROE达20.83%。公司新建项目逐步投产，高价值的臂式和新能源设备销量增长，欧美与新兴国家出口持续提升。我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为21.60/25.44/29.73亿元，当前股价对应PE分别为14.90/12.65/10.82倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**“双反”调查风险；原材料价格波动风险；国际贸易风险；行业竞争加剧风险。

盈利预测与估值简表

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	6,311.96	7,571.58	8,861.64	10,175.49
同比增长率（%）	15.92%	19.96%	17.04%	14.83%
归母净利润（百万元）	1,867.15	2,160.32	2,543.91	2,973.46
同比增长率（%）	48.51%	15.70%	17.76%	16.89%
EPS（元）	3.69	4.27	5.02	5.87
P/E	13.87	14.90	12.65	10.82

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2024年5月31日盘后）

正文目录

1. 国产高机领军企业，主营业务覆盖全球	5
1.1. 专攻高机领域近二十年，获国内外客户高度认可	5
1.2. 公司股权结构稳定且集中	5
1.3. 产品谱系齐全，驱动类型可选燃油、纯电动和混动	6
1.4. 盈利能力稳健增长，境外收入占比达六成	7
2. 高机发展与经济水平相关，国内空间可以期待.....	9
2.1. “经济+高效+安全”高空作业平台替代传统登高设备	9
2.2. 高空作业平台下游场景广泛，全球市场空间达百亿美金	10
2.3. 国外高空作业平台市场以存量更新为主	12
2.4. 国内高空作业平台市场以新增需求为主	14
3. “设计+智造”铸造壁垒，扩产项目剑指百亿	17
3.1. 产品模块化设计理念先进，打造“未来工厂”闭环模式	17
3.2. 重视研发及专利保护，引领行业电动化趋势	18
3.3. 盈利及费用领先同行，积极分享成果回报股东	19
3.4. 坚持推进全球化战略，“双反”税率低于同行	20
3.5. 投产项目逐步建成，未来剑指百亿营收	21
4. 盈利预测	23
4.1. 收入假设及盈利预测	23
4.2. 投资建议	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1 浙江鼎力发展历程	5
图 2 公司股权结构稳定（截至 2024 年第一季度）	6
图 3 公司营业收入稳健增长	7
图 4 公司归母净利润高速增长	7
图 5 公司盈利能力保持较高水平	7
图 6 公司主营业务分地区营收占比	7
图 7 公司臂式高空作业平台营收占比提升	8
图 8 臂式高空作业平台收入与毛利率双增	8
图 9 公司三费控制有效	8
图 10 公司研发投入稳定且持续	8
图 11 高空作业平台的分类	9
图 12 高空作业平台周期性特征相对挖机较弱	9
图 13 2020 年全国房屋市政工程生产安全事故类型划分（单位：起）	10
图 14 高空作业平台上下游产业链	10
图 15 2018 年全球高空作业平台租赁市场保有量（万台）	11
图 16 2022 年全球高空作业平台租赁市场保有量（万台）	11
图 17 2018 年全球前 20 企业营收共计 79.33 亿美元	11
图 18 2023 年全球前 20 企业营收共计 155.53 亿美元	11
图 19 美国欧洲高空作业平台租赁市场设备保有量	12
图 20 高空作业平台设备平均服役年限	12
图 21 美国高空作业平台租赁行业收入规模（亿美元）	13
图 22 欧洲高空作业平台租赁行业收入规模（亿欧元）	13
图 23 JLG Industries 高空作业平台在手订单（亿美元）	14
图 24 Terex 高空作业平台在手订单（亿美元）	14
图 25 2023 年中国城镇化率为 66.16%	14
图 26 中国人均可支配收入持续上升（元）	14
图 27 国内高空作业平台销量（万台）	15
图 28 国内高空作业平台租赁市场收入（亿元）	15
图 29 北美前三大租赁商市场占比达 30%	15
图 30 国内前三大租赁商市场占比仅为 1.5%	15
图 31 国内高空作业平台租赁市场保有量（万台）	16
图 32 2023 年中国每万人设备保有量较低	16
图 33 臂式系列模块化设计全系列部件 85%通用	17
图 34 鼎力臂式全系列可用标准集装箱运输	17
图 35 鼎力未来工厂集控中心	18
图 36 鼎力“未来工厂”智能制造图	18
图 37 公司研发费用稳定增长	18
图 38 公司臂式产品电动化率逐步提升（%）	18
图 39 浙江鼎力高机毛利率领先同行	19
图 40 浙江鼎力期间费用率低于同行	19
图 41 2023 年公司分红总额预计达 5.06 亿元	20
图 42 2023 年公司 ROE 高达 20.83%	20
图 43 公司销售网络遍布 80 多个国家	20
图 44 公司投资国外资产开拓市场	20
图 45 公司海外收入持续增长	21
图 46 公司海外毛利率高于国内毛利率	21

表 1 2023 年浙江鼎力主要产品结构	6
表 2 某市三星厂房项目脚手架与高空作业平台成本分析对比表	9
表 3 2023 年全球高空作业平台制造商排名前十名	12
表 4 国外高空作业平台主要企业	13
表 5 国内高空作业平台主要企业，高空作业平台业务营业收入	16
表 6 公司产品与同行产品参数对比	17
表 7 鼎力高米数电动臂式每月可省超 5000 元	19
表 8 美国商务部对进口自中国的移动式升降作业平台“双反”调查终裁结果	21
表 9 公司新建项目逐步投产建成	22
表 10 浙江鼎力 2024-2026 年营业收入预测	23
表 11 可比公司估值（百万元，取 2024 年 5 月 30 日同花顺一致预期）	24
附录：三大报表预测值	26

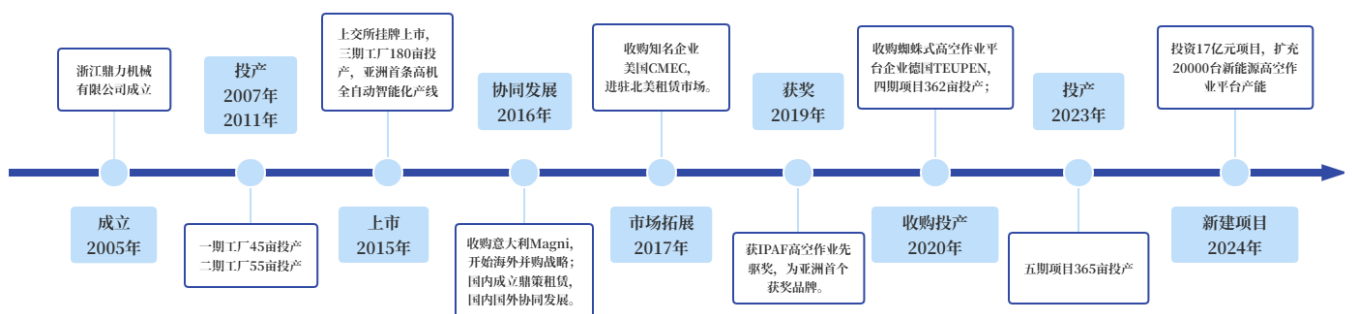
1. 国产高机领军企业，主营业务覆盖全球

1.1. 专攻高机领域近二十年，获国内外客户高度认可

高空作业平台龙头，国际竞争力突出。浙江鼎力成立于 2005 年，是一家致力于各类智能高空作业平台研发、制造、销售和服务的高端制造企业。公司于 2015 年成功登陆沪市主板市场，为行业首家上市公司。主要产品涵盖臂式、剪叉式和桅柱式三大系列。公司已率先实现全系可选燃油、纯电动和混动；公司是国内首家也是目前唯一一家提出全系列高空作业平台产品质保 3 年（铅酸电池除外）的企业；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，产品与品牌价值获得国内外客户广泛认可，业务覆盖全球 80 多个国家和地区，已与多家海外租赁商达成稳定合作。

产能扩张与海外收购并进，研发创新优势显著。公司 2007 年一期工厂投产，而后于 2011、2015、2020 年逐步实现二三四期工厂投产，规模逐步扩大；2023 年五期 4,000 台大型智能高位高空平台项目已进入试生产阶段，项目设计产值是 38 亿；2024 年公司投资新建 20,000 台新能源高空作业平台项目，公司产能稳步扩张。同时，公司在 2016 年收购意大利 Magni，开启海外并购战略，随后先后收购美国 CMEC、德国 TEUPEN，拓宽全球市场。在技术研发创新方面，公司曾获 IPAF 高空作业先驱奖，获评国家知识产权示范企业、国家知识产权优势企业等，研发创新成果显著。

图1 浙江鼎力发展历程

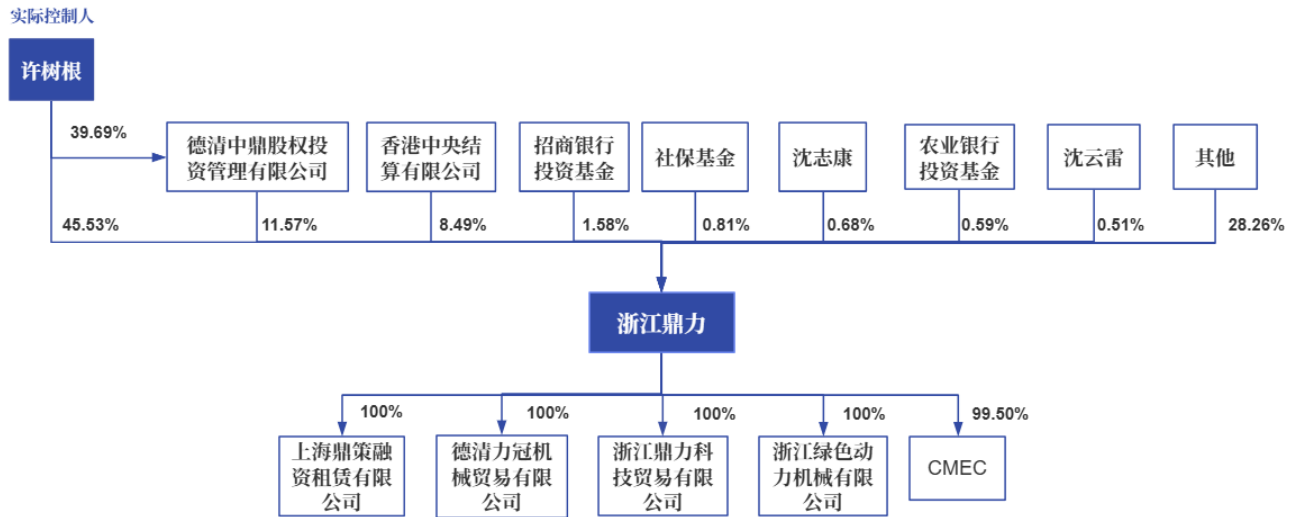


资料来源：公司官网，公司公告，东海证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定且集中

公司股权结构稳定且较为集中。公司第一大股东、实际控制人系公司董事长许树根对公司直接持股 45.53%。通过德清中鼎股权投资管理有限公司间接持股 4.59%，最终持股 50.12%，股权高度集中，架构稳定，持续经营能力强。上海鼎策融资租赁、德清力冠机械、浙江鼎力科技、浙江绿色动力机械是公司主要的子公司，同时对美国 CMEC 持有股份达 99.5%，拓宽全球布局。

图2 公司股权结构稳定（截至 2024 年第一季度）



资料来源：同花顺，公司公告，东海证券研究所

1.3. 产品谱系齐全，驱动类型可选燃油、纯电动和混动

公司产品谱系齐全，应用领域宽广。公司高空作业平台产品涵盖臂式、剪叉式和桅柱式三大系列及差异化高空作业平台。臂式系列包含直臂式和曲臂式两类，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。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1 2023 年浙江鼎力主要产品结构

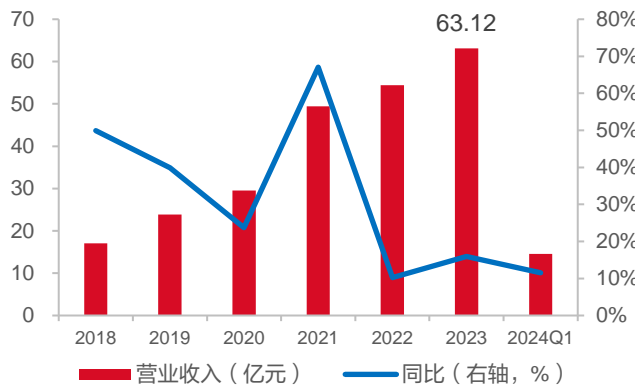
产品	驱动类型	细分类型	工作高度	最大载重	产品特点及应用	营收占比
臂式高空作业平台	电动	直臂式、曲臂式	16m-44m	454kg	能满足应用于国家电网、核电站、中石化、中石油、高铁、机场、隧道、居民小区等对环保排放有严格要求的领域	38.75%
	柴动	直臂式、曲臂式				
	混动	直臂式、曲臂式				
剪叉式高空作业平台	电动	大型剪叉式、小型剪叉式、迷你剪叉式	6m-32m	1000kg	使用高效，安全性、稳定性、耐用性俱佳，产品高度已突破 32 米，是业内现有电驱动款剪叉产品最大工作高度。	47.69%
	柴动	大型剪叉式				
桅柱式高空作业平台	电动	套筒式、桅柱式	7m-14m	300kg	以纯电驱动、结构轻巧、操作灵活、无噪音无污染等特性，主要应用于仓储、超市、室内装饰及维修等领域。	7.99%
差异化高空作业平台	电动	玻璃吸盘车、高空取料机、拣选机	5m-16m	1800kg	可应用于轨道高空项目、玻璃幕墙安装项目等，能够有效满足市场新需求	-
	柴动	玻璃吸盘车、轨道高空车、桥式平台				

资料来源：同花顺，浙江鼎力官网，东海证券研究所整理

1.4. 盈利能力稳健增长，境外收入占比达六成

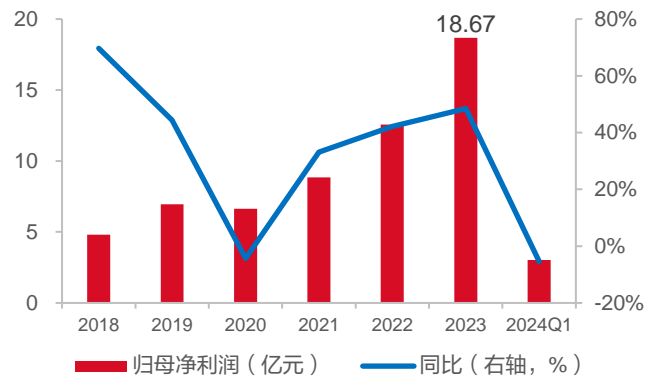
公司稳健成长，营业收入及归母净利润持续增长。2018-2023 年公司营业收入保持正增长，2021 年得益于公司产能增加，积极开拓国内外市场，产品产销量增加，营业收入同比增长 67.05%，随着营收基数上升，而后增速有所放缓；2023 年公司实现营收 63.12 亿元，同比增长 15.92%，保持稳步增长；2018-2023 年公司归母净利润从 4.80 亿元增至 18.67 亿元，2023 年归母净利润同比增长 48.51%。2024 年 Q1 公司归母净利润 3.0 亿元，同比下滑 5.4%，主要系公允价值变动损益-1.0 亿元影响，对公司长期盈利影响较小。

图3 公司营业收入稳健增长



资料来源：同花顺，东海证券研究所

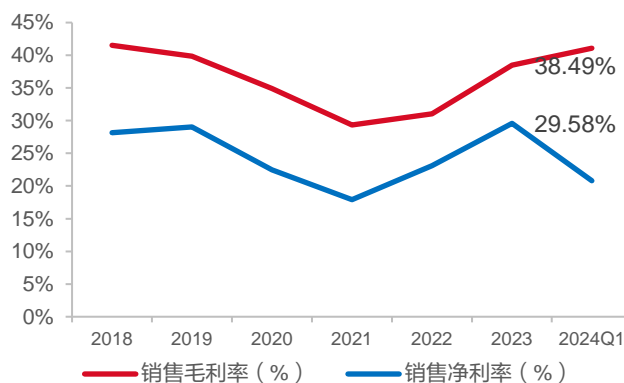
图4 公司归母净利润高速增长



资料来源：同花顺，东海证券研究所

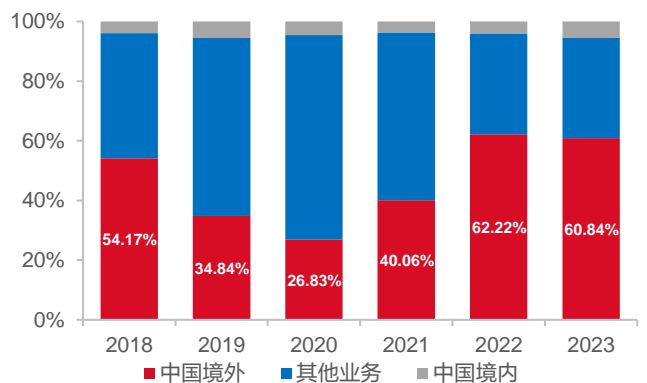
公司盈利能力恢复高位，境外收入贡献占比较大。公司销售毛利率、销售净利率处于较高水平，2020-2021 年受疫情等外部环境的影响，盈利水平有所下滑，而后 2022 年起公司毛利率与净利率逐步回升，2023 年销售毛利率、净利率分别为 38.49%、29.58%，盈利能力逐步恢复。随着海外业务的恢复，公司境外业务贡献占比稳步回升，2023 年境外营收占比达 60.84%，成为公司主要的收入来源地区。

图5 公司盈利能力保持较高水平



资料来源：同花顺，东海证券研究所

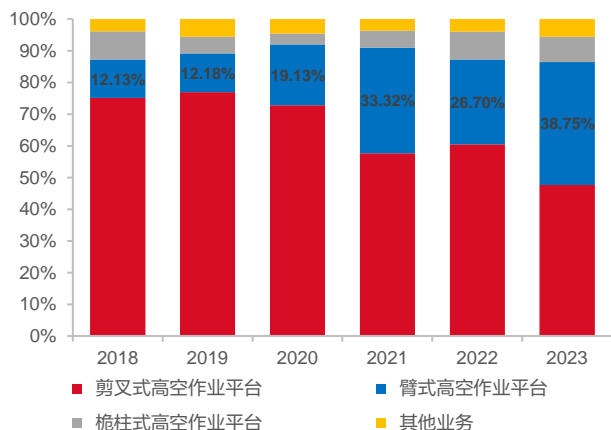
图6 公司主营业务分地区营收占比



资料来源：同花顺，东海证券研究所

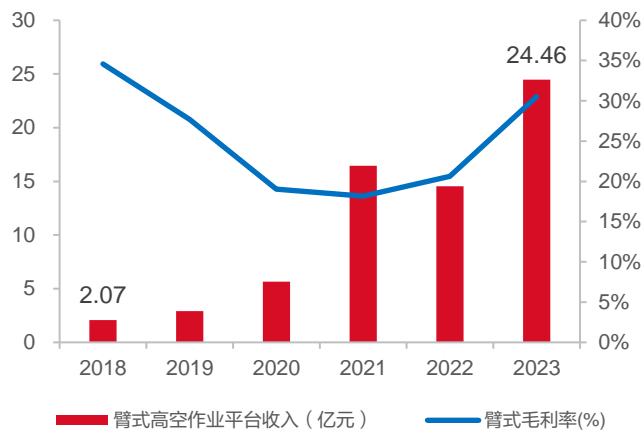
臂式高空作业平台收入高增。由于近几年臂式高空作业平台产能落地和海外销售逐渐打开，公司臂式高空作业平台收入占比由 2018 年的 12.13% 增长至 2023 年的 38.75%；臂式高空作业平台收入从 2018 年的 2.07 亿元增长提升到 2023 年 24.5 亿元，2023 年实现同比增长 68.24%；在海外市场，臂式产品推广顺利，实现同比增长 141.28%；随着规模效应的提升，臂式高空作业平台毛利率有所回升，2023 年臂式毛利率达 30.52%。

图7 公司臂式高空作业平台营收占比提升



资料来源：同花顺，东海证券研究所

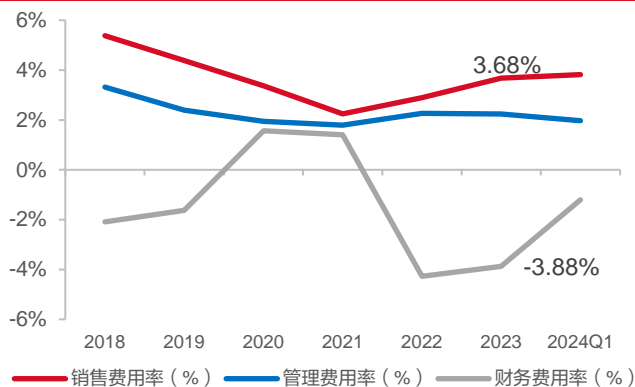
图8 臂式高空作业平台收入与毛利率双增



资料来源：同花顺，东海证券研究所

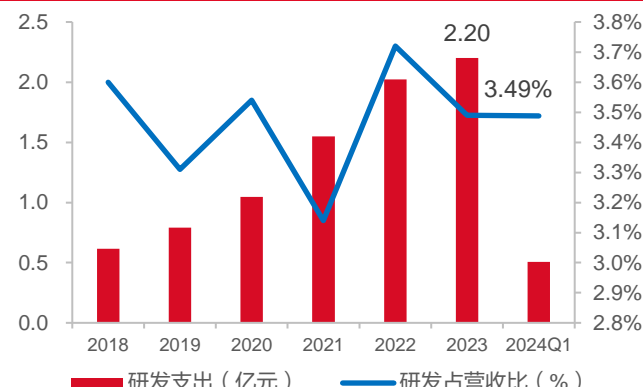
公司费用控制有效，研发投入稳定持续。2018-2023年，公司期间费率稳中有降，管理费率维持在2%左右的较低水平，2023年度随着海外市场的开拓，销售费率小幅上升达3.68%；财务费用2022年起为负值，2023年财务费率为-3.88%，得益于北美地区业务以美元结算，公司有较多美元外汇。公司重视技术研发与创新，保持研发投入持续、稳定，不断加大研发支出，2023年公司研发支出达2.20亿元，占营业收入比重达3.49%。

图9 公司三费控制有效



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图10 公司研发投入稳定且持续



资料来源：同花顺，东海证券研究所

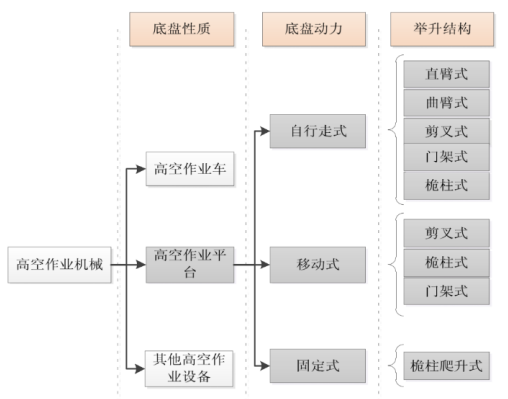
2.高机发展与经济水平相关，国内空间可以期待

2.1. “经济+高效+安全” 高空作业平台替代传统登高设备

高空作业平台种类繁多。高空作业平台作为新型的登高作业装备替代了落后的登高梯、脚手架、吊篮等传统高空作业设备，具有明显的安全和效率优势。一般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。根据高空作业平台的底盘是否自带行驶动力将其分为自行走式高空作业平台和移动式高空作业平台。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。

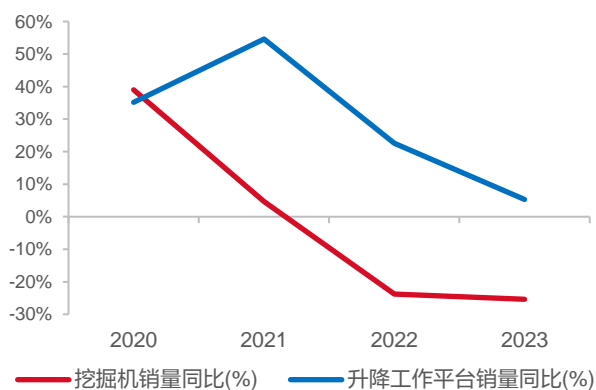
高空作业平台的周期性特征相对工程机械较弱。高空作业平台作为工程机械装备的一个分支，除传统的建筑工程施工外，其应用不断延伸至楼宇外墙清洁、媒体广告安装、大型活动筹建拍摄、大型商场超市及仓储物流企业运营维护、园林修缮维护以及其他各类辅助登高作业领域，因此，相较于传统工程机械，高空作业平台行业受固定资产及基础设施投资影响较小，周期性特征相对较弱。

图11 高空作业平台的分类



资料来源：浙江鼎力招股说明书，东海证券研究所

图12 高空作业平台周期性特征相对挖机较弱



资料来源：同花顺，东海证券研究所

经济高效驱动高空作业平台替代传统人工脚手架。当前我国人工成本在逐年增长，一副脚手架最低配4人，再加上脚手架的拆装均需人工，耗时长，效率低下。我们从下表三星厂房项目中的成本分析看出，如果采用租赁高空作业平台施工，从成本上看，可节约成本7,337.6万元；从效率上看，可节约2个月工期，提前2个月投产。欧美发达国家的施工作业人工成本高昂，通过高空作业平台的使用来达到提高工效已成为较为普遍的做法。

表2 某市三星厂房项目脚手架与高空作业平台成本分析对比表

	传统脚手架	高空作业平台租赁
设备需求量	800副	800台
每套设备需要人员	4人	1人
施工时间	8个月	6个月
设备租赁费	576,000元(90元/月)	31,200,000元
人员费用 (5000元/人/月)	128,000,000元	24,000,000元
费用总计	128,576,000元	55,200,000元

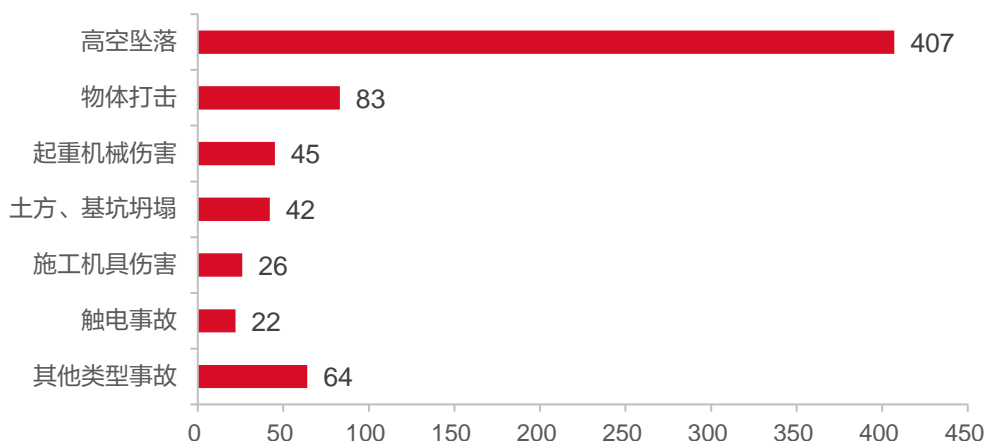
资料来源：骏源租赁，东海证券研究所整理

高空坠落事故是事故的高发区。根据国家住房和城乡建设部数据，2020年全国房屋市政工程生产安全事故按照类型划分，高处坠落事故407起，占总数的59.07%，是施工作业

发生事故最高的工作场景。高空作业平台可以提供更稳定和安全的操作环境，从而有效避免安全事故发生。

施工安全高要求推动高空作业平台普及。美国、欧洲等海外发达国家和地区，安全生产法规严格，对于产品在安全性等方面提出了更高要求，在安全性较高的高空作业设备渗透率较高。根据我国《建筑业发展“十四五”规划》要求，要提高工程质量安全水平、完善工程质量法律法规和管理制度。国内对安全生产的日益重视，未来对安全生产装备的投资将显著增加，作为安全、高效的高空作业装备，下游各行业的普及率将逐步提高。

图13 2020年全国房屋市政工程生产安全事故类型划分（单位：起）



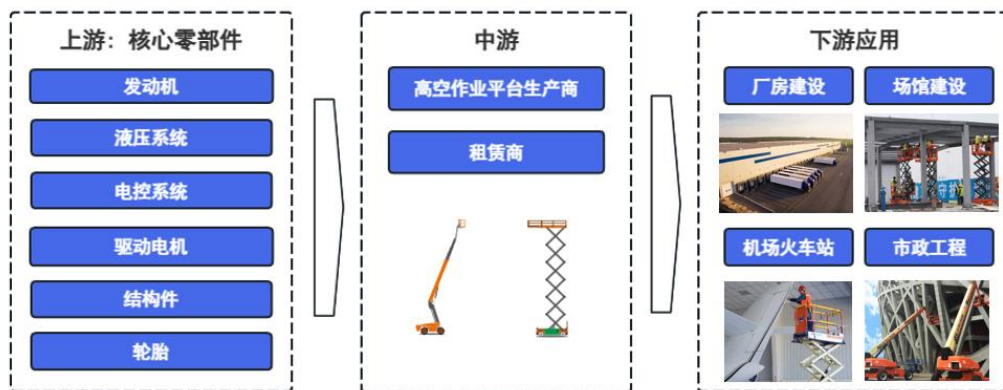
资料来源：住房和城乡建设部办公厅，东海证券研究所

2.2.高空作业平台下游场景广泛，全球市场空间达百亿美金

高空作业平台的上游主要是**核心零部件**，包括发动机、液压系统、电控系统、驱动电机、机械加工件、电子元器件、结构件和轮胎等生产制造行业。上游行业基本属于充分竞争性行业，高空作业平台所需的各项原材料及配件都可以从国内外得到及时、充足的供应。

高空作业平台的下游应用场景广泛，客户主要集中于中国和北美、欧洲等经济发展水平较高的国家和地区，行业企业主要通过直接销售或与经销商合作的方式将产品销售给设备租赁商，再由设备租赁商向用户出租。高空作业平台下游广泛用于建筑、船舶制造、飞机制造、钢结构安装及检修、建筑物装修及清洗、军事工程、仓储物流、机场及车站服务等领域。

图14 高空作业平台上下游产业链

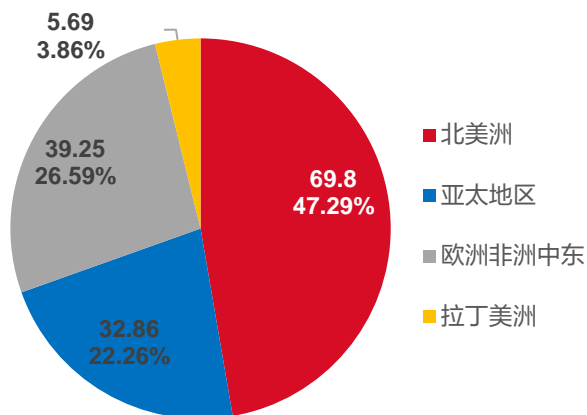


资料来源：华经产业研究院，中建锦程官网，宏信建发官网，浙江鼎力官网，东海证券研究所整理

全球高机租赁市场保有量，北美增速平稳，亚洲快速增长。根据《IPAF Rental Market Report 2023》和《IPAF Rental Market Report 2019》数据，全球高空作业平台租赁市场保

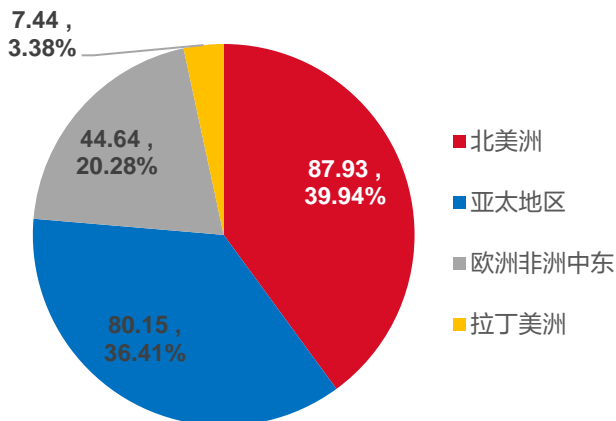
有量稳步增长，从总量 2018 年的 147.6 万台增长至 2022 年的 220.2 万台，实现年复合增长率达 10.51%，2022 年同比增长达 12.20%。分地区数据看，北美以及欧洲地区成熟市场起步早设备保有量大，增速平稳，主要为更新需求；亚洲市场，由于中国市场的崛起，2018 年保有量从 32.86 万台增长至 2022 年的 80.15 万台增速较快，总占比接近北美地区，主要为新增需求；新兴市场仍处于发展初期，市场规模较小。

图15 2018 年全球高空作业平台租赁市场保有量（万台）



资料来源：IPAF，星邦智能招股说明书，东海证券研究所

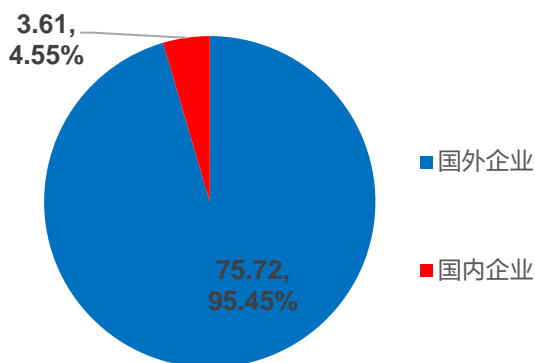
图16 2022 年全球高空作业平台租赁市场保有量（万台）



资料来源：IPAF，浙江鼎力公司年报，东海证券研究所

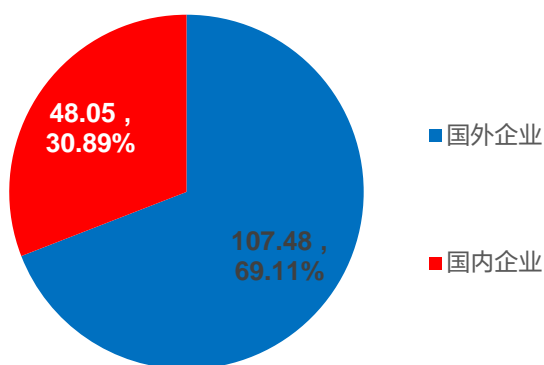
全球高机市场总量达百亿美元以上。根据《ACCESS M20 2024》和《ACCESS M20 2018》数据统计，全球前 20 高空作业平台企业 2018 年和 2023 年营业收入共计分别为 79.33 亿美元和 155.53 亿美元，2018 到 2023 年年复合增长率达 14.41%，高于全球租赁市场保有量复合增长率。分国内和国外企业来看，2018 年前二十入围的国内企业两家，营业收入共计 3.61 亿美元，占总收入的 4.55%；2023 年前二十入围的国内企业达五家营业收入共计 48.05 亿美元，占总收入的 30.89%，国内企业成长迅猛，市场占有率迅速提升。

图17 2018 年全球前 20 企业营收共计 79.33 亿美元



资料来源：Access M20 2018，东海证券研究所整理

图18 2023 年全球前 20 企业营收共计 155.53 亿美元



资料来源：Access M20 2024，东海证券研究所整理

国内企业异军突起，全球前十排名占领 5 席。在 2023 年全球高空作业平台制造商的排名中，JLG 和特雷克斯 AWP 持续保持排行榜的前两名，2023 年实现营收高达 29.99 亿美元和 21.18 亿美元。我国徐工机械以 15.02 亿美元的营收，跻身全球前三；此外，中国制造商整体在全球市场中的表现引人注目，包括浙江鼎力、中联重科、临工重机和星邦智能等企业，凭借其强劲的增长势头和市场扩张策略，在全球制造商前十强中占据了显著位置，排名趋势凸显中国企业在全球高空作业平台市场中日益增强的竞争力和影响力。

表3 2023 年全球高空作业平台制造商排名前十名

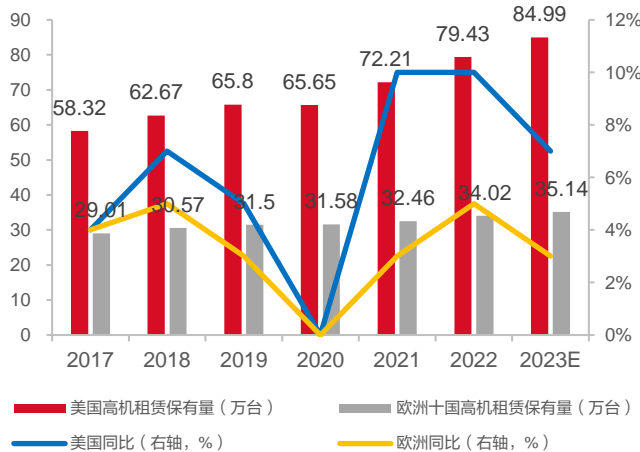
排名	制造商	所属国家	2023 年收入 (亿美元)
1	JLG Industries	美国	29.99
2	Terex AWP	美国	21.18
3	徐工机械	中国	15.02
4	Skyjack	加拿大	10.69
5	浙江鼎力	中国	10.42
6	Haulotte	法国	10.04
7	中联重科	中国	9.12
8	Time Manufacturing	美国	7.61
9	临工重机	中国	7.44
10	星邦智能	中国	6.05

资料来源:《Access International》2024 年,东海证券研究所整理

2.3.国外高空作业平台市场以存量更新为主

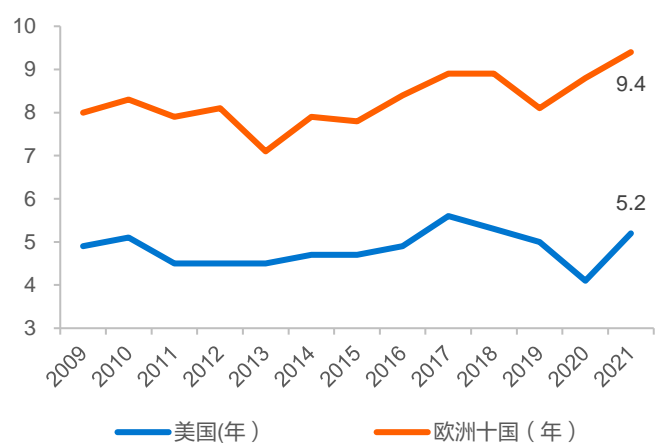
海外高空作业平台市场以存量更新为主。美国、欧洲等海外发达国家和地区经济发较早,安全生产法规严格完善,高空作业平台市场成熟,存量市场大,产品结构完善,应用普及率高。根据 IPAF 数据预计,2022 年,美国租赁市场高空作业平台保有量为 79.43 万台,同比增长 10%;欧洲十国租赁市场保有量为 34.02 万台,同比增长 5%。从美国欧洲更新数据来看,2021 年美国高空作业平台租赁业的设备平均服役年限为 5.2 年,欧洲十国设备平均服役年限为 9.4 年,美国设备更新频率更快。

图19 美国欧洲高空作业平台租赁市场设备保有量



资料来源: IPAF, 东海证券研究所

图20 高空作业平台设备平均服役年限

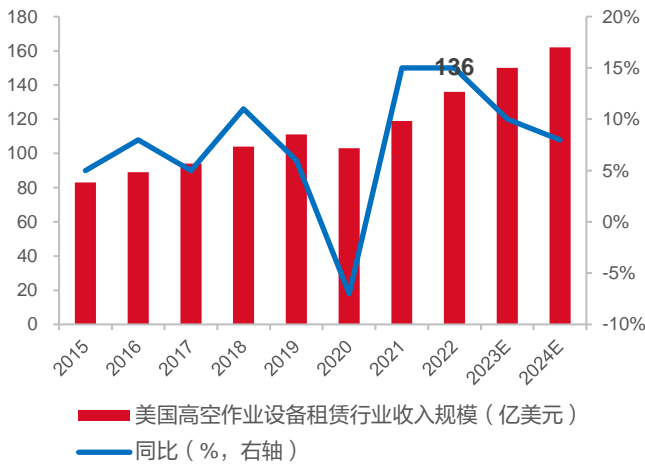


资料来源: Ducker Worldwide, 临工重机招股说明书, 东海证券研究所

欧美高空作业平台租赁市场健康稳步增长。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 136 亿美元,同比增长 15%,主要得益于美国经济总量的增长以及政府出台政策鼓励基建投资;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%。欧美国家除受疫情影响的 2020 年,租赁市场整体收入稳步增长。

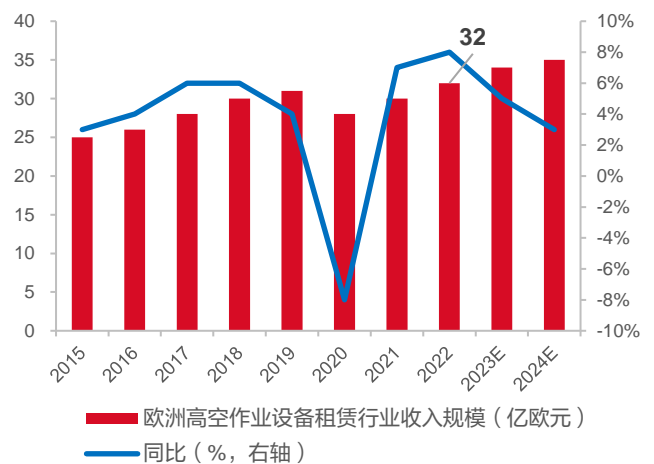
欧美租赁市场设备电动化趋势明显。美国租赁市场臂式和剪叉产品电动化趋势持续,到 2022 年,电动剪叉占比约 93%,电动臂式占比约 20%;欧洲高空作业平台租赁市场继续向绿色能源转型,电动剪叉在所有欧洲十国的车队中占据主导地位,综合电动化率约 84%,臂式综合电动化率约 46%,臂式电动化率高于美国。

图21 美国高空作业平台租赁行业收入规模（亿美元）



资料来源：IPAF，东海证券研究所

图22 欧洲高空作业平台租赁行业收入规模（亿欧元）



资料来源：IPAF，东海证券研究所

欧美巨头收入规模领先。从欧美主要大型厂商来看，国际市场上规模靠前、市场份额大、知名度较高的高空作业平台制造商主要为美国的 JLG 与 Terex、加拿大的 Skyjack 和法国的 Haulotte 等企业。根据 Bloomberg 数据，2023 年美国 JLG Industries 实现高空作业设备营收 49.9 亿美元，净利率达 14.81%；美国 Terex 实现营业收入 29.22 亿美元，净利率达 12.71%。两家美国巨头企业收入规模领先国外其他企业，且盈利水平较高。

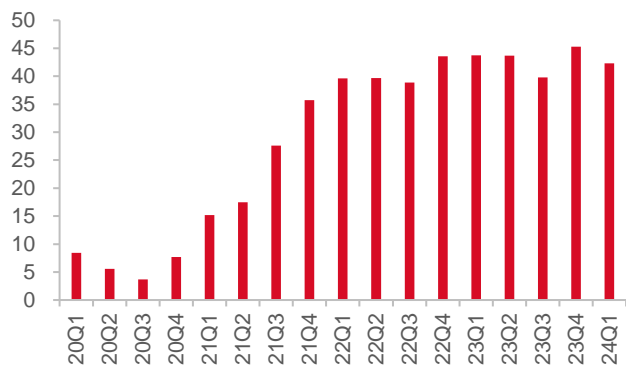
表4 国外高空作业平台主要企业

公司	公司介绍	成立时间	主要产品	2023 年高机营收	净利率 (%)
JLG Industries (美国)	全球最大的高空作业设备专业生产厂家之一，其高空作业车、伸缩臂叉装机和伸缩臂挖掘机技术和销量处于世界行业领先地位	1969 年	剪叉式、直臂式、曲臂式等高空作业平台，以及伸缩臂叉装机、伸缩臂挖掘机、拖车式升降作业平台等，其主要市场在美国和欧洲	49.9 亿美元	14.81%
Terex (美国)	全球性多元化的设备制造商，是全球工程机械制造业巨头，专门为建筑、基础设施、挖掘、采矿、货运、精炼以及公用事业等行业提供可靠的客户解决方案	1966 年	高空作业平台、建筑机械、起重设备、物料处理与采矿设备等	29.22 亿美元	12.71%
Skyjack (加拿大)	全球高空作业平台设备行业已运营了 30 多年；2002 年 9 月，Skyjack 被 Linamar 集团收购，成为 Linamar 集团的全资子公司	1985 年	剪叉式高空作业平台、臂式高空作业平台以及伸缩臂叉装车	19.61 亿美元 (Linamar 集团 Industrial 板块业务)	11.86%
Haulotte (法国)	高空作业平台的专业制造商，其同时也是一家拥有百年运输和物料吊运经验的公司，于 1998 年 12 月 3 日在法国证券市场上市	1881 年	曲臂式高空作业平台、垂直桅杆式高空作业、直臂式高空作业平台、剪式高空作业平台、简易推动式高空作业平台	6.41 亿美元	-0.48%

资料来源：星邦智能招股说明书，Bloomberg，东海证券研究所整理

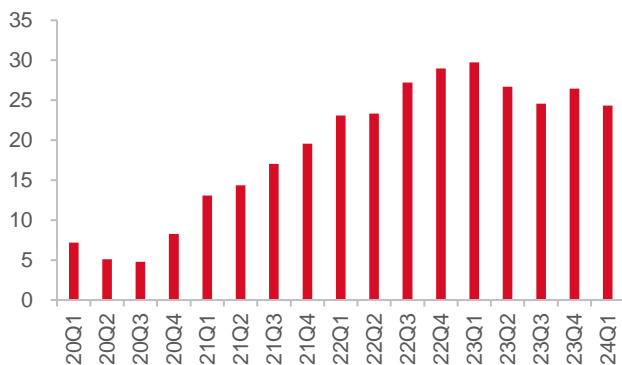
北美高机龙头在手订单充足。根据 Bloomberg 数据，美国本地高空作业平台企业 JLG 和 Terex，2024 年第一季度在手订单分别为 42.31 亿美元和 24.31 亿美元，在手订单与历史水平相比，订单仍在历史高位区间，有力支撑两家公司未来业绩，下游企业信心十足。

图23 JLG Industries 高空作业平台在手订单（亿美元）



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图24 Terex 高空作业平台在手订单（亿美元）

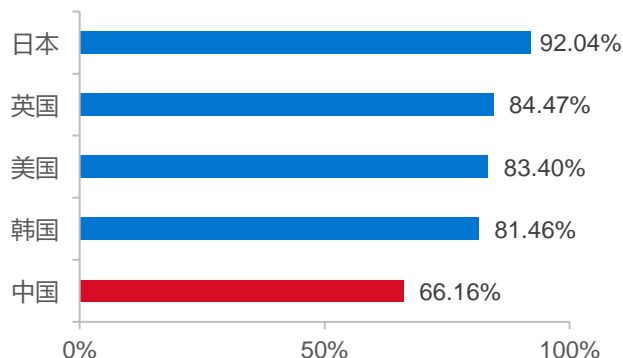


资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

2.4.国内高空作业平台市场以新增需求为主

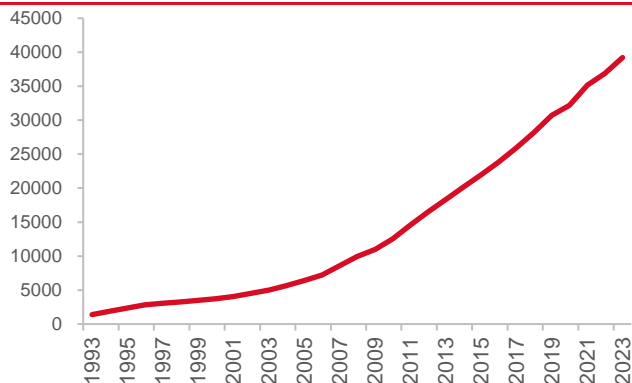
城镇化率仍有发展空间，人口红利逐步消退。截至 2023 年末，我国常住人口城镇化率达到 66.16%，与西方发达国家城镇化率 80%以上，相比仍有建设空间。随着城市化进程的加快、城市规模的不断外扩、城市功能的增强及现代化水平的提高，给高空作业平台的持续发展提供支撑。另外，人口红利逐步消退、人工成本上升，以及国内对高空作业安全重视程度提升等因素驱动下，高效的高空作业设备逐渐替代传统设备，推动行业的发展。

图25 2023 年中国城镇化率为 66.16%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图26 中国人均可支配收入持续上升（元）

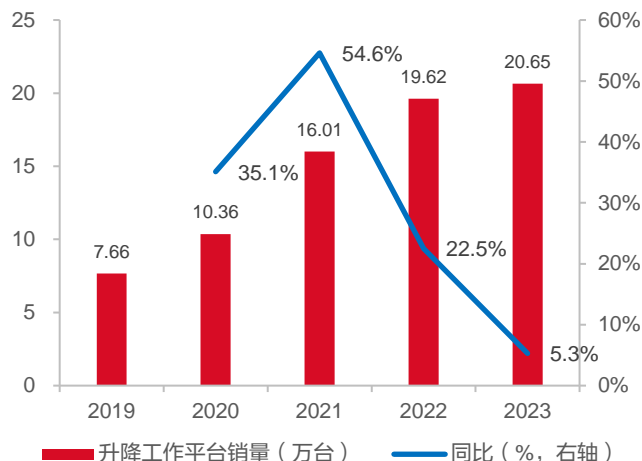


资料来源：同花顺，东海证券研究所

国内高空作业平台销量持续增长。低成本、高效率、安全作业保障是促使高空作业平台在国内市场快速发展的三大驱动因素。据中国工程机械工业协会的数据显示，2019-2023 年国内高空作业平台销量实现年复合增长率 28.12% 的高速增长；其中，2023 年我国高空作业平台销量达 20.65 万台，同比增长 5.3%。

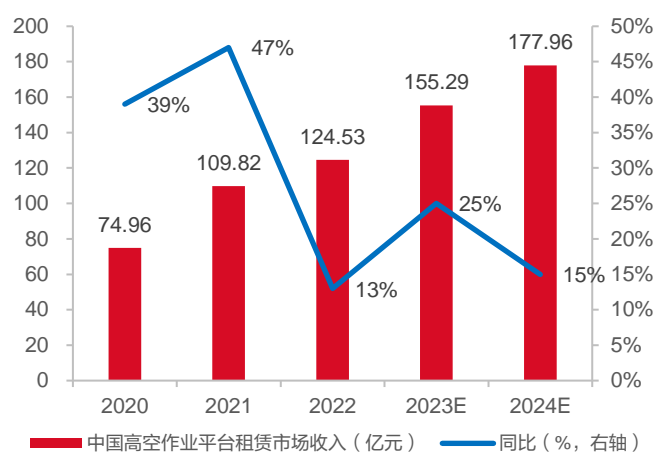
国内高空作业平台租赁市场收入持续扩大。随着高空作业平台优势得到市场认可后，借鉴国外成熟的租赁模式，国内高空作业平台以终端客户自行采购为主，正逐渐向行业租赁模式逐步转型，有一定规模的租赁公司网点布局加速，行业集中度正逐步提升，催化我国高空作业平台行业发展进程。根据 IPAF 数据，2022 年国内高空作业平台租赁市场实现收入 124.53 亿元，同比增长 13%。

图27 国内高空作业平台销量（万台）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

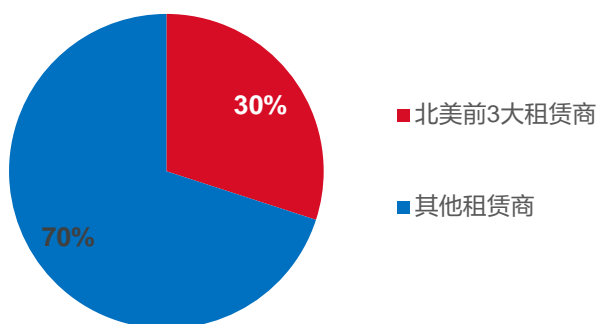
图28 国内高空作业平台租赁市场收入（亿元）



资料来源：IPAF，东海证券研究所

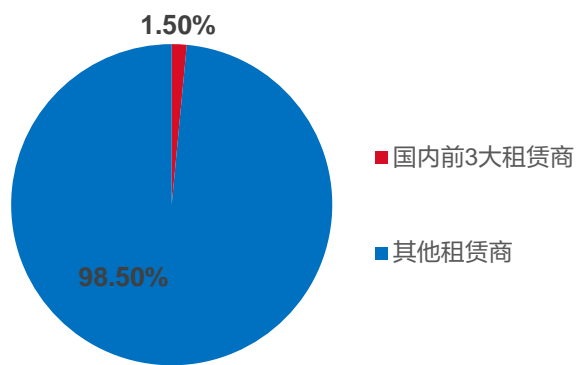
国内租赁行业集中度有待提高。租赁可以缓解企业的资金压力、降低成本，同时能够提高施工质量、生产安全。从北美市场来看，根据联合租赁 2023 年报，营业收入达 143.32 亿美元，同比增长 23%，在北美设备租赁市场占有率为 15%。北美前三大租赁商占据 30% 的市场份额；当前我国工程设备租赁行业整体处于分散状态，前三大租赁商市场占比仅 1.5%，这为行业整合和龙头企业的崛起提供广阔的空间。

图29 北美前三大租赁商市场占比达 30%



资料来源：URI2023 年报，弗若斯特沙利文，东海证券研究所

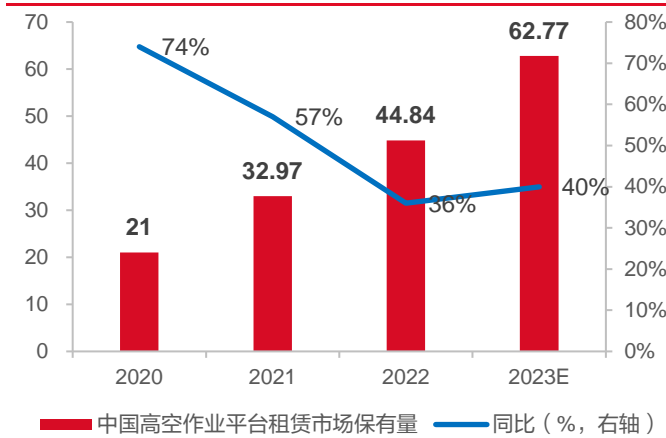
图30 国内前三大租赁商市场占比仅为 1.5%



资料来源：URI2023 年报，弗若斯特沙利文，东海证券研究所

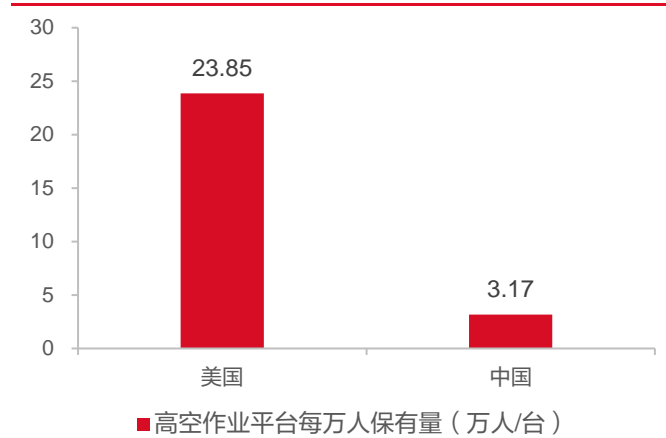
我国高空作业平台保有量与美国仍有差距。高空作业平台市场发展程度与当地经济水平密切相关，根据 IPAF 数据，2022 年中国高空作业平台保有量约为 44.84 万台，同比增长 36%，与美国 2022 年高机租赁保有量 79.43 万台，仍存在差距。从人均保有量来看，中国高空作业平台平均每万人设备保有量为 3.17 台，与美国发达国家相比存在较大差距，美国高空作业平台平均每万人设备保有量为 23.85 台，是中国的 7.5 倍。随着未来我国经济的增长，高空作业平台在中国的应用场景更多，需求提升空间更大。

图31 国内高空作业平台租赁市场保有量（万台）



资料来源：IPAF，东海证券研究所

图32 2023年中国每万人设备保有量较低



资料来源：IPAF，东海证券研究所

全球十强高空作业平台厂商中国占四家。随着国内高空作业产品的优势和特点得到下游市场的认可，国内工程机械厂商凭借后发优势和产业链优势快速发展，目前全球前十强高空作业平台制造商有四家中国厂商，浙江鼎力、徐工机械、临工重机和中联重科；其中，徐工机械为国内高空作业平台收入第一，2023年实现收入达88.83亿元。浙江鼎力收入第二达63.12亿元，但毛利率高于其它三家企业。国内企业与国外知名企业收入仍有一定差距，但国内厂商正逐步推进全球化战略，实现全球市占率的进一步提升。

表5 国内高空作业平台主要企业，高空作业平台业务营业收入

公司	公司介绍	主要产品	2023年营业收入	销量 (台)	毛利率 (%)
徐工机械 (000425.SZ)	国内工程机械行业主营业务收入排名前三强，依靠工程机械技术及规模优势，大力发展高空作业平台产业	工程起重机械、铲土运输机械、压实机械、路面机械、混凝土机械、消防机械以及其它工程机械	88.83 亿元	-	-
浙江鼎力 (603338.SH)	总部位于浙江德清，2008年进入高空作业平台行业，是一家致力于各类智能高空作业平台研发、制造、销售和服务的高端制造企业，全球高空作业平台领先企业之一	各类高空作业平台	63.12 亿元	臂式 5,492 台 剪叉 42,823 台 桅柱式 7,533 台	臂式 30.52% 剪叉 40.28% 桅柱式 43.46%
中联重科 (000157.SZ)	公司位于湖南省长沙市，两大业务板块混凝土机械和起重机械均位居全球前两位。近年来，中联重科依靠工程机械技术及规模优势，大力发展高空作业平台产业	主要从事工程机械、农业机械等高新技术装备的研发制造	57.07 亿元	-	22.66%
临工重机	公司位于山东省济南市，较早进入高空作业平台行业，快速发展高空作业平台业务	矿用车及矿山运输辅助设备、钻机及井下装运设备、高空作业机械及关键零部件产品	42.08 亿元 (2022年)	臂式 4,397 台 剪叉 29,850 台 (2022年)	臂式 22.40% 剪叉 21.07% (2022年)

资料来源：星邦智能招股说明书，各公司公告，同花顺，东海证券研究所整理

3. “设计+智造” 铸造壁垒，扩产项目剑指百亿

3.1.产品模块化设计理念先进，打造“未来工厂” 闭环模式

鼎力产品处于行业领先水平。鼎力全系列臂式产品提供三种动力源选择，电柴混动同平台，工作高度覆盖 16-44 米，适配多种应用场景，全方位满足客户需求；对比同行的臂式设备，同行臂式仅有电动和柴油选项，且不覆盖全谱系。同行的电动直臂式高空作业设备最大工作高度为 40.2 米、额定载荷最高为 450 千克，与鼎力臂式产品参数存在差距。鼎力产品创新力强，拥有众多高品质、差异化产品，包括 28/32 米大型电动越野剪叉、1500kg 大吸力纯电动玻璃吸盘车、路轨两用轨道高空车、无油设计纯电剪叉等，处于行业领先地位。

表6 公司产品与同行产品参数对比

参数	臂式高空作业设备		剪叉式高空作业设备	
品牌	浙江鼎力	临工重机	浙江鼎力	临工重机
图例				
工作高度	16-44m	21.8-40.2m	6-32m	5.8-18m
最大载重	454kg	450kg	1000kg	680kg
驱动类型	电动、柴动、混动	电动、柴动	电动、柴动	电动、柴动

资料来源：浙江鼎力官网，临工重机官网，东海证券研究所

臂式系列采用模块化设计，全方位降低各环节成本。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，臂式型号共计 70 余款，全部件 85%通用。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，最大化降低人工工资、配件仓储成本。

图33 臂式系列模块化设计全系列部件 85%通用



资料来源：浙江鼎力公众号，东海证券研究所

图34 鼎力臂式全系列可用标准集装箱运输

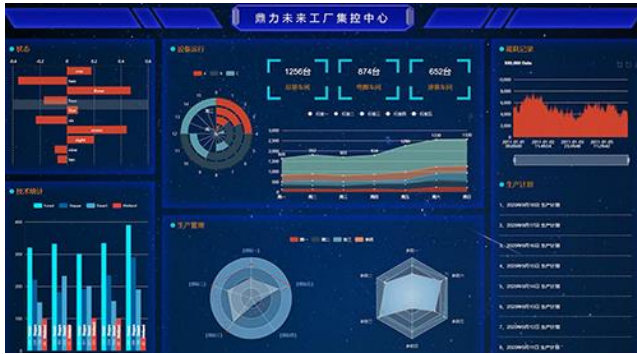


资料来源：浙江鼎力公众号，东海证券研究所

“未来工厂” 打造全生产链闭环模式。“未来工厂” 项目广泛应用数字孪生、物联网、大数据、人工智能、工业互联网等技术，实现了数字化设计、智能化生产、智慧化管理、协

同制造、绿色制造、安全制造。公司实现自动数字化下料、切割、焊接、机加工、喷涂和智能数字化总装生产线，厂区内实现 AGV 物流按照特定路线自动内部配送至各工位，减少运送带来的车辆排放。同时，车间配备自动拧紧机、自动套臂机等大量助力设备，包括轮胎、回转支撑、前后桥安装等。相较于传统车间，公司工厂在总装效率提升 50% 以上的同时，帮助员工从简单重复的机械劳动转变为分析统筹的高附加值劳动，减轻工作强度，降低工伤风险，为企业和社会创造更大价值。

图35 鼎力未来工厂集控中心



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图36 鼎力“未来工厂”智能制造图



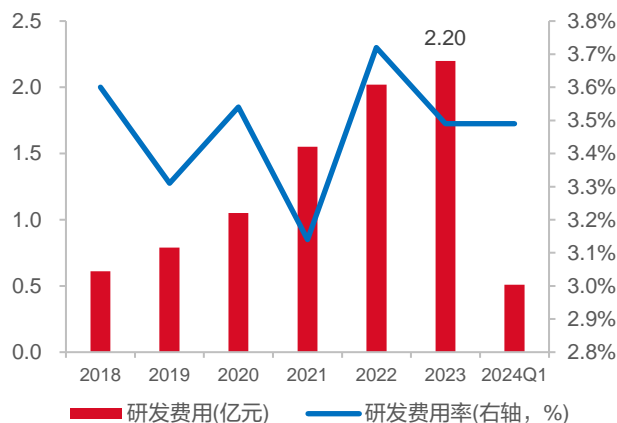
资料来源：公司年报，东海证券研究所

3.2.重视研发及专利保护，引领行业电动化趋势

重视研发投入，高机专利数居首。公司研发收入稳定增长，研发费用率长期稳定在 3% 以上；2023 年研发投入达 2.20 亿元，同比增长达 8.74%。公司目前拥有专利 265 项，其中发明专利 120 项，海外专利 81 项，计算机软件著作权登记证 5 项，专利数量居国内高空作业平台行业首位。公司参与制定国家标准 16 项，行业标准 9 项，是国家知识产权优势企业，国家标准和行业标准制定单位之一，彰显公司在核心技术研发、产品创新、知识产权保护方面的综合实力。

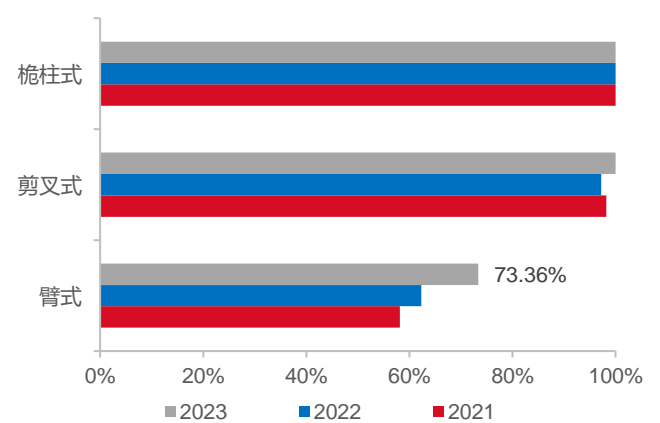
引领行业电动化智能化。公司立足创新，紧紧围绕行业“电动化、智能化、绿色化”发展方向，打造绿色高精尖产品，并于业内率先完成所有产品电动化。根据公司公告，公司电动款产品相关专利近 240 项，能够有效应对海外客户对于节能减排、清洁生产等方面的高要求。创新性地提供电动款和混动款供客户选择，帮助客户降低温室气体排放，实现上下游协同减碳。2023 年，公司在继续保持剪叉和桅柱产品近 100% 电动化率的基础上，公司将臂式电动化率提升至 73.36%，继续在节能减排方向上为行业做出贡献。

图37 公司研发费用稳定增长



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图38 公司臂式产品电动化率逐步提升 (%)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

电动臂式对比柴动臂式经济型凸显。公司作为全球新能源高空作业平台领军企业，已实现全系列产品电动化。根据公司实测数据，高米数电动臂式对比业内同级柴动臂式的使用成本；柴动臂式每月费用包括燃油费和维保费用共计 6690 元每月；44 米电动臂式无需维护费用，用电费用仅为 1161 元每月。经济账简洁明了，电动臂式每月可节省超 5500 元每月，具体工况下，电动设备经济性还要省的多。“绿色工地”逐渐在全球范围内大面积铺开，为保障租赁商利益最大化，电动臂式正越来越受客户青睐。

表7 鼎力高米数电动臂式每月可省超 5000 元

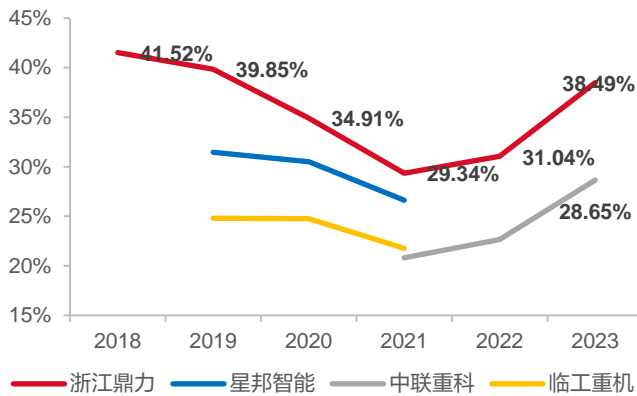
类别	44 米电动臂式	业内同级柴动臂式
电/油耗	38.7kW·h/day	4L/h
单价	1¥/ day	7.7¥/L
月工作时长	30 days	180 h
运行费用（元/月）	1161	5190
维保费用（元/月）	0	1500
合计（元/月）	1161	6690

资料来源：浙江鼎力官方公众号，东海证券研究所整理

3.3.盈利及费用领先同行，积极分享成果回报股东

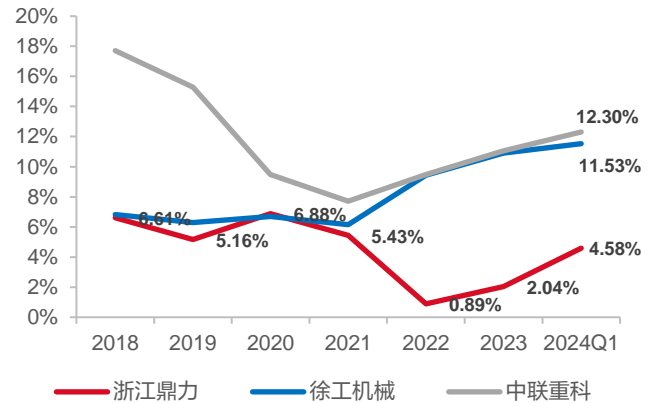
期间费用远低于同业竞争者，毛利率领先同行竞争者。公司 2023 年期间费用率仅为 4.58%，远低于同行业竞争者，运营效率高，成本控制优秀；同期，中联重科和徐工机械期间费用分别为 12.30%和 11.53%。另外，公司 2023 年毛利率达 38.49%，毛利率领先同行，中联重科 2023 年高空作业平台业务毛利率为 28.65%。公司毛利较高的主要原因为，公司加大成本管控力度，通过精益化管理、工艺升级等方式持续提高生产效率，积极发挥智能制造规模化优势，电动化及附加值高的差异化产品比例提升。

图39 浙江鼎力高机毛利率领先同行



资料来源：同花顺，东海证券研究所（备注：星邦智能和临工重机无 2022-2023 数据）

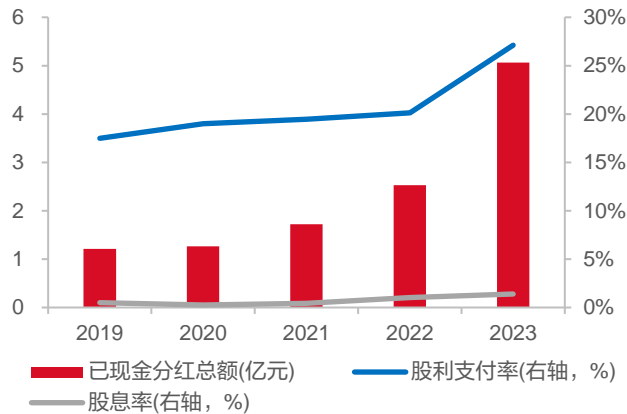
图40 浙江鼎力期间费用率低于同行



资料来源：同花顺，东海证券研究所

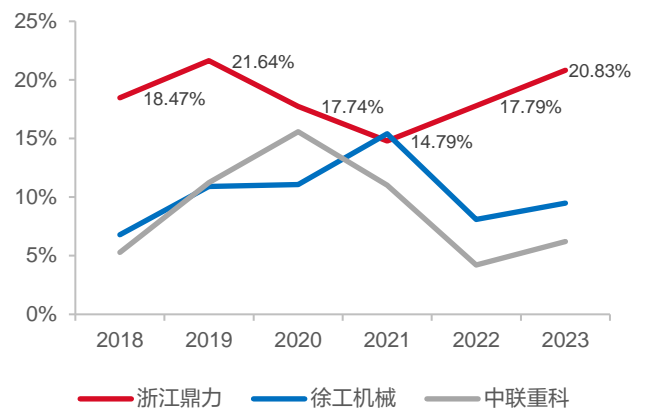
分享发展成果，积极回报股东。2023 年 4 月 25 日发布分派预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 10.00 元，共预计派发现金红利 5.06 亿。公司股利支付率和股息率分别为 27.12%和 1.39%，乐于将发展成果与股东分享。未来伴随公司海外业务持续拓展，投产项目逐步释放，期间费用和研发成本投入维持稳定，业绩增长稳健，预计未来分红稳定。公司 2023 年 ROE 达 20.83%，领先同行徐工和中联，仍处于高速发展阶段。

图41 2023 年公司分红总额预计达 5.06 亿元



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图42 2023 年公司 ROE 高达 20.83%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

3.4.坚持推进全球化战略，“双反”税率低于同行

立足中国，放眼全球。公司继续实施全球化战略，进一步完善海外市场布局，多点开花，实现对全球市场更深更广的覆盖。公司已建立多个海外子公司，通过组建海外本土化销售团队，遍布 80 多个国家，发挥地域优势，进一步贴近客户，提升沟通效率，加快响应速度，有效提高了客户满意度，不断提升公司海外市场竞争力。

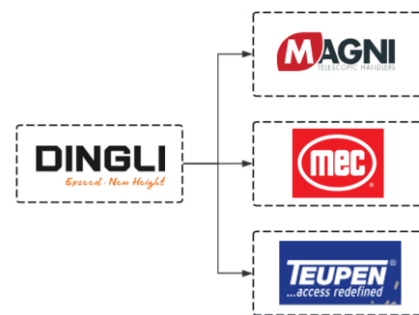
外延并购提升研发实力，开拓欧美市场。公司通过投资意大利 Magni、美国 CMEC、德国 TEUPEN，依托意大利、美国、德国研发中心，进一步加快高端产品市场开拓力度，助力公司切入北美和欧洲市场多个国家和地区。其中，公司分别于 2017、2023 和 2024 年购买 CMEC 股份 25%、24.8%和 49.7%，目前已合计持有 99.5%股权；公司于 2020 年投资全球蜘蛛式高空作业平台龙头德国 TEUPEN；公司 2016 年对意大利 Magni 进行增资后，持有 Magni20%股权，目前已全部出售，但仍保持紧密合作关系。

图43 公司销售网络遍布 80 多个国家



资料来源：浙江鼎力官网，东海证券研究所

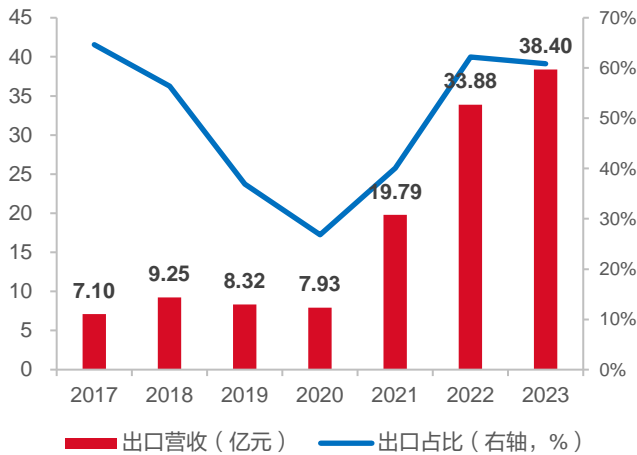
图44 公司投资国外资产开拓市场



资料来源：公司公告，东海证券研究所

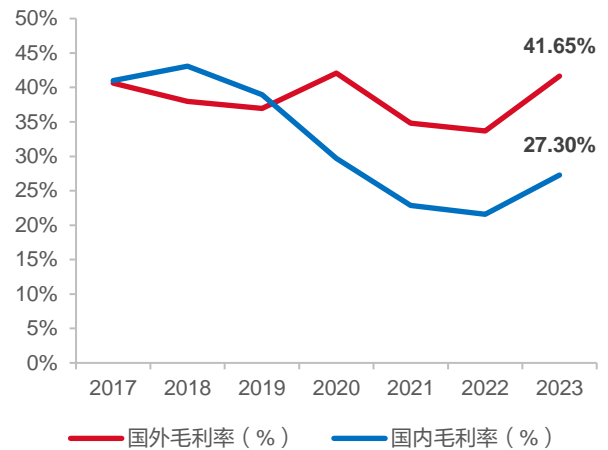
海外收入高速增长，毛利率优于境内。根据公司公告，2023 年实现海外营收 38.40 亿元，同比增长 13.35%，占公司总收入达 60.84%。海外市场臂式产品推广顺利，增速较快，海外臂式产品销售收入同比增长 141.28%。毛利率方面，公司海外业务毛利率较高，2023 年海外毛利率达 41.65%，高于国内业务 14.35%左右，主要系公司高空作业平台系列产品得到国际租赁商认可，坚持提供高品质、差异化产品及优质的售后服务，帮助客户提升其租赁市场竞争力及盈利能力，为客户长期稳定持续发展而考虑。

图45 公司海外收入持续增长



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图46 公司海外毛利率高于国内毛利率



资料来源：同花顺，东海证券研究所

“双反”税率低于同行，积极寻求应对措施。2021年3月，美国商务部宣布对进口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。调查产品主要包括臂式升降机、剪叉式升降机和伸缩臂叉装车及其组件。依据“双反”调查的终裁结果，浙江鼎力的反补贴调查终裁税率为11.95%，反倾销税保证金率为31.54%，共计税率达43.49%；与同行对比公司税率较低，临工重机“双反”税率达183.44%，其他生产商“双反”税率达178.07%，使得公司成为少有能在美国顺利展业的国内高空作业平台公司。公司未来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、加快产品创新和开拓国内市场等措施消除“双反”影响。

表8 美国商务部对进口自中国的移动式升降作业平台“双反”调查终裁结果

	反倾销税保证金率 (调整补贴幅度后%)	补贴率 (%)	合计税率 (%)
浙江鼎力	31.54%	11.95%	43.49%
临工重机	165.10%	18.34%	183.44%
中国其他生产商	165.14%	12.93%	178.07%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.5.投产项目逐步建成，未来剑指百亿营收

为满足市场需求和公司发展，公司扩产项目逐步投产。一、二、三、四期工厂分别于2007年、2011年、2015年、2020年投产；五期工厂正逐步产能爬坡；六期工厂正在规划中。

四期：2017年11月公司首次定向增发，实际募资约8.65亿元，用于大型智能高空作业平台建设项目，此项目投资总额达9.77亿元，计划产能臂式3200台，并于2020年实现投产，成为全球行业自动化程度最高的智能工厂。

五期：2021年12月公司第二次定向增发募资15.00亿元，投入年产4000台大型智能高位高空平台项目，此项目投资总额为22.00亿元，五期项目已开始试投产，处于产能爬坡阶段，项目设计产值是38亿。

六期：2024年03月公司公告拟以自有资金自筹17亿元，投资新建年产20,000台新能源高空作业平台项目，项目建设周期为36个月，不仅扩大了公司产能，更为重要的是优化公司的产品结构，能提供更多市场青睐的优质新能源高空作业平台产品。

公司2023年营收达63.12亿，未来五期六期项目达产后，公司营收有望超百亿。

表9 公司新建项目逐步投产建成

投产时间	投资金额	投产项目	主要产品
2020 年	9.77 亿元	年产 3,200 台大型智能高空作业平台建设基地	3,200 台臂式高空作业平台
2024 年	22.00 亿元	年产 4000 台大型智能高位高空平台项目	1500 台智能高位电动臂式高空平台（36 米-50 米）
			1000 台车载式绝缘臂高空作业车
			1000 台智能高位电动剪叉高空平台（33 米-36 米）
2027 年	17.00 亿元	投资新建年产 20,000 台新能源高空作业平台项目	500 台蜘蛛式绝缘臂高空作业车
			20,000 台新能源高空作业平台

资料来源：公司公告，东海证券研究所

4.盈利预测

4.1.收入假设及盈利预测

臂式高空作业平台：2023 年公司臂式高空作业平台销量达 5,492 台，实现营业收入达 24.46 亿元，同比增长达 68.21%，是公司重点发展的高价值量产品。公司五期年产 4,000 台大型智能高位高空平台项目已进入试生产阶段，主要生产高价值的臂式机型。预计随着臂式产能逐步放量，该机型收入将显著提升。我们预计 2024-2026 年公司臂式高空作业平台收入增速分别为 40.00%、25.00%、20.00%。伴随规模化效应，毛利率预计提升分别为 32.00%、33.00%、34.00%。

桅柱式高空作业平台：2023 年公司桅柱式高空作业平台销量达 7,533 台，实现营业收入达 5.04 亿元，同比增长达 5.17%。该机型需求相对稳定，需求随着国内经济增长而增加，预计维持小幅增长。我们预计 2024-2026 年公司桅柱式高空作业平台收入增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%。毛利率预计保持高位分别为 44.00%、44.00%、44.00%。

剪叉式高空作业平台：2023 年公司剪叉式高空作业平台销量达 42,823 台，实现营业收入达 30.10 亿元。近期公司披露年产 20,000 台新能源高空作业平台项目，型号主要是新能源剪叉系列，预计 2027 年进入产能爬坡期。随着国内外对节能减排的意识增加，新能源机型预计稳步增长。我们预计 2024-2026 年公司剪叉式高空作业平台收入增速分别为 5.00%、10.00%、10.00%。毛利率预计保持高位分别为 41.00%、41.00%、41.00%。

其他：根据公司历史数据，其他业务 2023 年增速达 62.03%，增速较高。我们保守预计 2024-2026 年其他业务增速分别为 30.00%、20.00%、15.00%，毛利率预计保持高位分别为 70.00%、70.00%、70.00%。

表10 浙江鼎力 2024-2026 年营业收入预测

业务分类	指标	2023	2024E	2025E	2026E
臂式高空作业平台	收入（百万元）	2445.92	3424.29	4280.36	5136.44
	同比（%）	68.24%	40.00%	25.00%	20.00%
	毛利率（%）	30.52%	32.00%	33.00%	34.00%
桅柱式高空作业平台	收入（百万元）	504.14	529.34	555.81	583.60
	同比（%）	5.17%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率（%）	43.46%	44.00%	44.00%	44.00%
剪叉式高空作业平台	收入（百万元）	3010.13	3160.64	3476.70	3824.37
	同比（%）	-8.64%	5.00%	10.00%	10.00%
	毛利率（%）	40.28%	41.00%	41.00%	41.00%
其他业务	收入（百万元）	351.78	457.31	548.77	631.09
	同比（%）	62.03%	30.00%	20.00%	15.00%
	毛利率（%）	71.46%	70.00%	70.00%	70.00%
总体	收入（百万元）	6311.96	7571.58	8861.64	10175.49
	同比（%）	15.92%	19.96%	17.04%	14.83%
	毛利率（%）	38.49%	38.89%	39.12%	39.44%
	毛利（百万元）	2429.52	2944.66	3466.66	4012.92

资料来源：同花顺，东海证券研究所测算

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高米数和新能源高空作业平台研发投入稳定，伴随规模效应研发费用率缓慢收敛，绝对值仍增长，预计 2024/2025/2026 年研发费用率分别为 3.40%/3.30%/3.25%；结合 2021-2023 年公司

管理费用情况，管理效率平稳出色，预计 2024/2025/2026 年管理费用率维持平稳状态，分别为 2.25%/2.25%/2.25%；由于公司产品在海外推广和对销售人员的激励以及售后维修服务，保守预计 2023/2024/2025 年销售费用分别为 3.25%/3.25%/3.00%。

4.2.投资建议

公司主营业务在工程机械高空作业平台领域，我们选取行业内的三一重工、徐工机械、中联重科和杭叉集团为可比公司，对应 2024-2026 年可比公司 PE 平均值为 15.72/12.53/10.27。随着国内经济的稳步增长，国内高空作业平台销量和保有量的随之增长，大型租赁商逐渐成熟带动行业良性发展，国内高空作业平台企业全球化进程逐步推进；公司是国内高空作业平台龙头企业，业务覆盖全球，产品谱系齐全，品牌获得国内外客户广泛认可，盈利能力领先，运营效率优秀，费用控制卓越，“双反”税率低于同行。公司扩产项目逐步投产，高价值的臂式和新能源设备销量增长，欧美与新兴国家出口继续提升，未来公司业绩稳步提升，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 21.60/25.44/29.73 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14.90/12.65/10.82 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表11 可比公司估值（百万元，取 2024 年 5 月 31 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
600031.SH	三一重工	4,527.50	6,289.79	8,113.28	9,977.40	25.81	21.83	16.92	13.76
000425.SZ	徐工机械	5,326.47	6,708.69	8,475.57	10,661.60	12.11	12.77	10.11	8.04
000157.SH	中联重科	3,506.01	4,582.39	5,863.51	7,197.02	16.16	15.21	11.88	9.68
603298.SH	杭叉集团	1,720.31	2,005.78	2,336.50	2,729.28	13.53	13.07	11.22	9.6
	平均值					16.90	15.72	12.53	10.27
603338.SH	浙江鼎力	1867.15	2160.32	2543.91	2973.46	13.87	14.90	12.65	10.82

资料来源：同花顺，东海证券研究所

5.风险提示

“双反”调查风险。美国及欧盟先后对自中国进口的高空作业平台发起了反倾销和反补贴调查，调查及税率执行阶段，可能对美国、欧盟市场开拓及盈利能力造成一定影响。

原材料等价格波动风险。公司产品的主要原材料为钢材，若未来原材料成本大幅上涨，导致公司产品成本上升，将对公司盈利能力产生不利影响。

国际贸易风险。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、贸易壁垒、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。

行业竞争加剧风险。高空作业平台行业在国内发展迅速，部分竞争对手通过低价销售、延长账期等方式使行业竞争愈加激烈，可能会给公司销售和利润率造成不利影响。

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	4397	5778	7625	10074
交易性金融资产	179	129	154	179
应收票据及账款	2391	2865	3353	3850
存货	1921	2249	2623	2996
预付款项	7	9	11	12
其他流动资产	1245	1220	1225	1231
流动资产合计	10140	12249	14990	18342
长期股权投资	332	665	715	765
固定资产	1613	1615	1872	1995
在建工程	215	215	165	65
无形资产	389	434	479	524
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	1519	1551	1704	1881
非流动资产合计	4067	4480	4934	5229
资产总计	14207	16729	19924	23571
短期借款	108	20	0	0
应付票据及账款	2971	3534	4121	4708
其他流动负债	1357	1424	1557	1692
流动负债合计	4435	4979	5678	6399
长期借款	493	393	343	293
其他非流动负债	313	310	312	314
非流动负债合计	807	703	655	607
负债合计	5242	5682	6333	7006
归母公司所有者权益	8965	11047	13591	16565
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	8965	11047	13591	16565
负债和所有者权益总计	14207	16729	19924	23571

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	2227	2173	2567	3016
投资	-499	-294	-225	-250
资本性支出	-371	-266	-516	-366
其他	8	120	102	107
投资活动现金流净额	-863	-440	-639	-509
债权融资	-203	-269	-69	-48
股权融资	0	-30	0	0
其他	-318	-68	-12	-10
筹资活动现金流净额	-520	-367	-81	-58
现金净增加额	876	1381	1847	2449

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6312	7572	8862	10175
营业成本	3882	4627	5395	6163
营业税金及附加	33	30	40	51
销售费用	232	246	288	305
管理费用	141	170	199	229
研发费用	220	257	292	331
财务费用	-245	-72	-104	-143
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-25	0	0	0
投资收益	92	95	102	107
公允价值变动损益	-37	0	0	0
其他经营损益	98	106	106	112
营业利润	2175	2513	2959	3459
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	2174	2512	2958	3458
所得税费用	307	352	414	484
净利润	1867	2160	2544	2973
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	1867	2160	2544	2973
EPS	3.69	4.27	5.02	5.87

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业总收入增长率	15.9%	20.0%	17.0%	14.8%
EBIT增长率	55.9%	30.1%	17.0%	16.1%
归母净利润增长率	48.5%	15.7%	17.8%	16.9%
总资产增长率	20.4%	17.8%	19.1%	18.3%
盈利能力				
毛利率	38.5%	38.9%	39.1%	39.4%
销售净利率	29.6%	28.5%	28.7%	29.2%
净资产收益率	20.8%	19.6%	18.7%	18.0%
总资产收益率	13.1%	12.9%	12.8%	12.6%
偿债能力				
资产负债率	36.9%	34.0%	31.8%	29.7%
流动比率	2.29	2.46	2.64	2.87
速动比率	1.58	1.77	1.97	2.21
估值比率				
P/E	13.87	14.90	12.65	10.82
P/B	2.89	2.91	2.37	1.94

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2024年5月31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