

浙江鼎力 (603338)

证券研究报告

2024年07月25日

穿越周期持续增长，不惧“双反”进击海外

公司简介：

浙江鼎力机械股份有限公司是一家致力于各类智能高空作业平台研发、生产、销售和服务的高端装备制造企业。公司营收及归母净利润近十年快速增长，近十年年复合增长率分别为 37%、40%。公司产品线完善，臂式产品销售额占比不断提升，与剪叉式产品一同成为公司主力销售机型，2023 年剪叉式及臂式产品占比分别为 48%、39%；公司近三年毛利率及净利率逐步回升。对比其他工程机械上市公司，公司体现出穿越周期的稳健增长和高 ROE。

行业：高空作业平台是指在一定高度进行作业使用的可移动机械设备，臂车和剪叉车为最常用的型号。高空作业平台相较于吊篮、脚手架等有高效性、安全性、经济性等优势。高空作业平台下游应用广泛，受地产周期影响逐步减少。高空作业平台设备成本较高，终端客户一般采用租赁的方式进行使用。从每亿美元 GDP/每亿美元建筑业增加值/每万人对应的高空作业平台数量来看，我国高空作业平台保有量与海外相比成长空间较大。国内而言，臂车占比的提高有望带动国内需求升级。而海外市场更新需求旺盛，随着保有量逐步提升，我们认为设备更替是推动海外高空作业设备需求的主要因素。从 JLG 和 Genie 的订单中我们可以看出北美下游需求旺盛。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，2023 年全球前十名高空作业平台制造商有五家中国厂商。国内厂家中，公司高空作业平台规模较大，毛利率水平较高。

公司：公司产品系列全面，技术水平行业领先，公司颠覆传统设计理念，采用模块化设计，可有效降低运输成本。公司产品电动化率不断提高，2023 年剪叉式及桅柱式电动化率已达 100%，臂式电动车 2023 年电动化率也超 70%。公司臂式产品单价远高于剪叉式及桅柱式产品单价，且近几年价格不断提升。公司成立以来不断增加产能，近几年产能逐步向臂式及电动化产品靠拢。公司不断加大海外市场的销售力度，通过收购或投资海外公司提升研发水平及扩展销售渠道。公司全球化战略不断推进，海外营收比例不断提高，2023 年实现海外营收 38.40 亿元，同比增长 13.35%，占公司总收入从 2020 年的 27% 攀升至 2023 年的 61%。毛利率方面，近四年海外市场毛利率均高于国内市场。公司美国“双反”税率较其他国产厂商仍有较大优势，公司领先地位有望保持。此外，公司全球战略同样考虑到了新兴市场的需求，进一步降低“双反”对公司海外销售的影响。

盈利预测：

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别达 22.1 亿元、26.5 亿元、30.7 亿元，同比提升 18%、20%、16%，对应估值 12、10、8 倍。可比公司 24 年 PE 估值的均值为 16X，给予公司 16X 估值，对应目标价 69.92 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：海外需求不及预期；市场竞争加剧；项目进展不及预期；技术研发不及预期；“双反”重新裁定风险；测算结果具有主观性风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,445.15	6,311.96	7,544.61	9,004.24	10,286.64
增长率(%)	10.24	15.92	19.53	19.35	14.24
EBITDA(百万元)	1,519.74	2,204.53	2,554.75	3,095.92	3,602.27
归属母公司净利润(百万元)	1,257.24	1,867.15	2,212.10	2,647.71	3,069.33
增长率(%)	42.15	48.51	18.48	19.69	15.92
EPS(元/股)	2.48	3.69	4.37	5.23	6.06
市盈率(P/E)	20.33	13.69	11.55	9.65	8.33
市净率(P/B)	3.62	2.85	2.45	2.05	1.73
市销率(P/S)	4.69	4.05	3.39	2.84	2.48
EV/EBITDA	13.07	9.08	7.61	6.07	4.95

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 机械设备/工程机械

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 50.47 元

目标价格 69.92 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 506.35

流通 A 股股本(百万股) 506.35

A 股总市值(百万元) 25,555.38

流通 A 股市值(百万元) 25,555.38

每股净资产(元) 18.12

资产负债率(%) 36.67

一年内最高/最低(元) 74.45/42.94

作者

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《浙江鼎力-季报点评:收入增速复合预期，臂式放量+开拓欧洲市场提升全球竞争力》2020-11-02
- 《浙江鼎力-半年报点评:Q2 收入利润创新高，期待新产品+新布局开启新一轮双击》2020-08-20
- 《浙江鼎力-公司点评:中报预告符合预期，臂式新品放量有望开启新一轮双击》2020-07-27

内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 公司产品线完善	4
1.2. 营收及利润不断增长，公司穿越周期成长	6
2. 高空作业平台-国内渗透率仍有提升空间，海外更新占据主导	7
2.1. 高空作业平台：渗透率逐步提高	8
2.2. 高空作业平台国内电动化及臂车存发展空间，海外更新需求旺盛	10
2.3. 产业链及竞争格局：公司规模及盈利能力领先	13
3. 公司：海外臂式有望放量，未来可期	15
3.1. 产品技术水平领先，重视研发	15
3.2. “电动化+臂式+出海”齐头并举，无惧“双反”开拓市场	16
4. 盈利预测与投资建议	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司总部大楼	4
图 2：公司股权分布（截止 2024 年 6 月 11 日）	4
图 3：公司各产品收入占比变化	6
图 4：公司各产品毛利率变化	6
图 5：公司营收变化	6
图 6：公司归母净利润变化	6
图 7：公司毛利率及净利率变化	6
图 8：公司期间费用率变化	6
图 9：公司货币现金变化	7
图 10：公司资产负债率变化	7
图 11：公司与可比公司营收同比增长率对比	7
图 12：公司与可比公司 ROE 变化	7
图 13：高空作业平台划分	8
图 14：高空安全事故占比较高	9
图 15：我国建筑业从业人数	9
图 16：建筑业生产、运输人员工资变化	9
图 17：美国高空作业平台保有量	10
图 18：欧洲十国高空作业平台保有量	10
图 19：中国高空作业平台保有量	10
图 20：中国高空作业租赁市场规模	10
图 21：中美出租率对比	11
图 22：2023 年国内出租率变化	11

图 23: 2022 年美国剪叉车及臂车电动化比例	12
图 24: JLG 在手订单量	12
图 25: GENIE 在手订单量	12
图 26: 高空作业平台产业链	14
图 27: 2023 年高空作业平台营收十强企业	14
图 28: 公司与可比公司高空作业平台规模对比 (亿元)	15
图 29: 公司与可比公司高空作业平台毛利率对比	15
图 30: 公司产品线全面	15
图 31: 公司模块化带来运输优势	15
图 32: 公司各产品电动化率	16
图 33: 公司臂式产品营收 (亿元) 及同比	17
图 34: 公司各产品均价变化	17
图 35: 公司实行全球化战略	18
图 36: 公司海外营收、同比及占比	18
图 37: 公司国内及国外毛利率变化	18
表 1: 公司大事记	4
表 2: 公司产品分类	5
表 3: 各类型高空作业平台特点及使用领域	8
表 4: 高空作业平台与脚手架效率对比	8
表 5: 高空作业租售比分析 (元)	10
表 6: 2023 中美高空作业平台设备保有密度对比	11
表 7: 电动产品与柴油产品使用成本对比	11
表 8: 上海市国二非道机械更新补贴标准	13
表 9: 公司四期到六期工厂	17
表 10: 公司与参股公司共同合作开发臂车	18
表 11: 公司及同行美国双反对比	19
表 12: 公司营收拆分	20
表 13: 公司估值对比 (2024/7/24 数据)	20

1. 公司简介

1.1. 公司产品线完善

浙江鼎力机械股份有限公司是一家致力于各类智能高空作业平台研发、生产、销售和服务的高端装备制造企业。公司建有意大利、德国、美国研发中心及中国企业研究院，获有专利 250 余项，其中发明专利 100 余项，国外专利 60 余项，计算机软件著作权登记证 5 项，参与制定国家标准 16 项，行业标准 9 项，全面实现技术全球化，自主研发出业内最多的 200 余款高空作业平台，均通过欧洲 CE、美国 ANSI 等权威认证。

图 1：公司总部大楼



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司始建于 2005 年，是全球智能高空作业平台领先制造商。2007、2011 年公司一期、二期工程相继投产；2015 年成功登陆沪主板市场，为行业内首家上市公司；同年三期工程投产，为亚洲首条高空作业平台全自动智能化流水线；2020、2023 年，公司四期、五期工程相继投产。

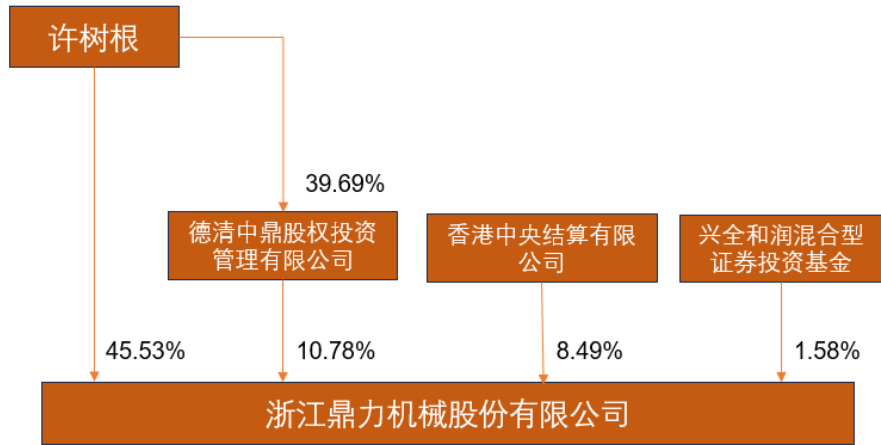
表 1：公司大事记

年份	事件
2005	浙江鼎力机械有限公司成立
2007	一期工程投产，占地 45 亩
2011	二期工程投产，占地 55 亩
2015	成功登陆沪主板市场，为行业首家上市公司；三期工厂投产，占地 180 亩，打造亚洲首条高空作业平台全自动智能化流水线
2016	收购全球知名高位伸缩臂叉装车企业-意大利 Magni，成立意大利研发中心，海外并购战略开始
2017	收购业内拥有 40 多年品牌历史的知名企业-美国 CMEC
2020	收购全球蜘蛛式高空作业平台龙头企业德国 TEUPEN；四期项目投产，占地 362 亩，为全球行业自动化程度最高的智能工厂
2023	五期大型智能高位高空平台项目投产

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司实控人高比例持股，股权结构集中且稳定。截至 2024 年 6 月 11 日，董事长许树根实际持股 49.81%，为公司实控人。其中，直接持股 45.53%，通过德清中鼎股权投资管理有限公司间接持股 4.28%，股权结构集中且稳定。

图 2：公司股权分布（截止 2024 年 6 月 11 日）



资料来源：WIND，天风证券研究所

公司产品线完善。公司自主研发出业内最多的 200 余款高空作业平台，臂式、剪叉式、桅柱式及差异化等全品类产品型谱已全面完善。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。公司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。公司产品创新力强，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。

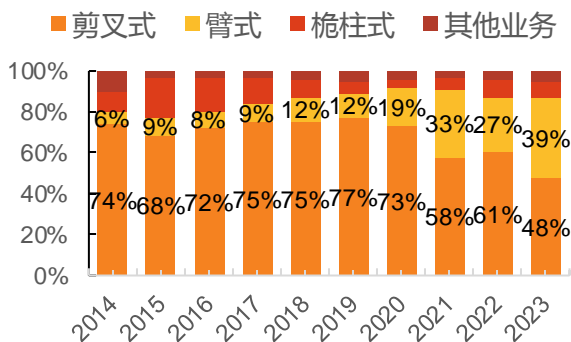
表 2：公司产品分类

产品系列	动力源	产品类型	最大工作高度 (m)	示意图
臂式高空作业平台	电动	直臂式	44.4	
		曲臂式	28.1	
	混动	直臂式	44.4	
		曲臂式	28.1	
	柴动	直臂式	44.4	
		曲臂式	28.1	
剪叉式高空作业平台	电动	大型剪叉车	32	
		小型剪叉车	15.7	
		迷你型剪叉车	7.6	
	柴动	大型剪叉车	32	
桅柱式高空作业平台	电动	套筒式	11.2	
		桅柱式	14	
差异化高空作业平台	电动	玻璃吸盘车	21.93	
		高空取料机	6.5	
		拣选车	2.99	
	柴动	轨道交通车	16.25	
		桥式平台	20.3	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

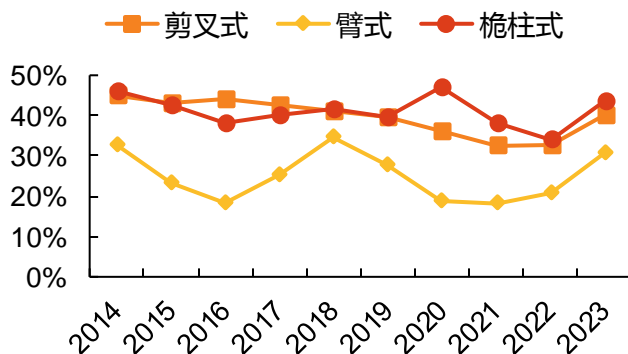
臂式产品销售额占比不断提升，与剪叉式产品一同成为公司主力销售机型，2023 年剪叉式及臂式产品营收占比分别为 48%、39%。剪叉式高空作业平台在 2020 年前占据了公司营收的绝大部分比例，常年维持在 70%以上。而 2020 年及之后臂式营收占比逐步提高，2023 年臂式产品销售收入占总营收比例达 39%，同比提升 12pct，与剪叉车差距不断减少。毛利率方面，桅柱式和剪叉式高空车毛利率较高且较为稳定，而臂式剪叉车毛利率低于剪叉式及桅柱式高空车。2023 年三者毛利率均呈上升趋势。

图 3：公司各产品收入占比变化



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：公司各产品毛利率变化

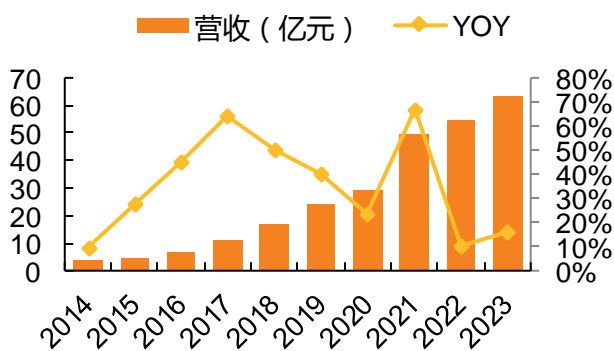


资料来源：WIND，天风证券研究所

1.2. 营收及利润不断增长，公司穿越周期成长

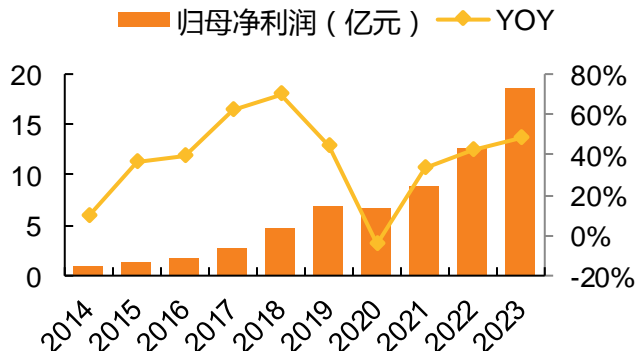
公司营收及归母净利润在近十年快速增长，近十年年复合增长率分别为 37%、40%。从 2014~2023 年，公司营收从 3.74 亿元上升至 63.12 亿元，复合增长率高达 37%；而归母净利润则除了 2020 年出现小幅度下跌，从 2014 年的 0.92 亿元升至 2023 年的 18.67 亿元，年复合增长率达 40%。

图 5：公司营收变化



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：公司归母净利润变化

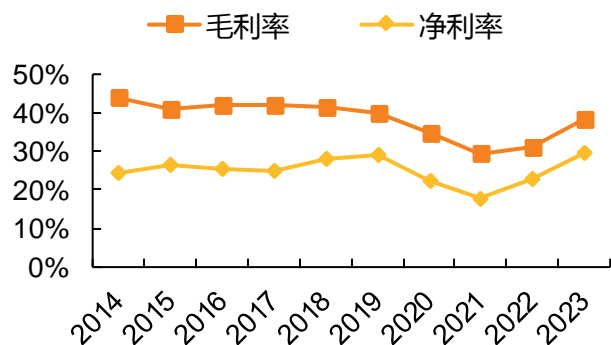


资料来源：WIND，天风证券研究所

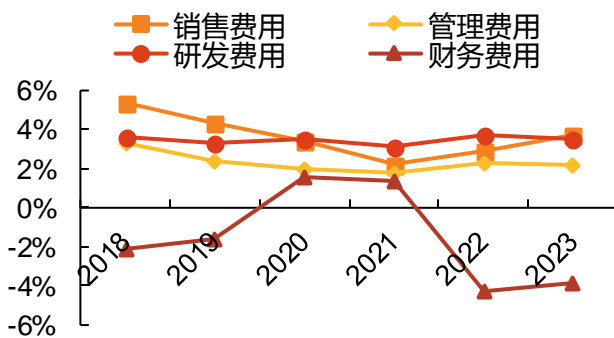
公司近三年毛利率及净利率逐步回升。2014 年~2019 年公司毛利率保持稳定，净利率逐步提升。受产品结构调整以及项目投产产能爬坡影响，2019~2021 年公司毛利率出现下滑，而后逐步回升。期间费用率方面，公司管理费用率逐步下降，从 2018 年的 3.3%降低至 2023 年的 2.2%；财务费用方面，受汇兑影响，公司 2022 及 2023 年财务收入大于财务支出；受产品售后服务费用、销售员工薪酬及其他销售费用等增加影响，销售费用率 2022~2023 年呈上升趋势。

图 7：公司毛利率及净利率变化

图 8：公司期间费用率变化



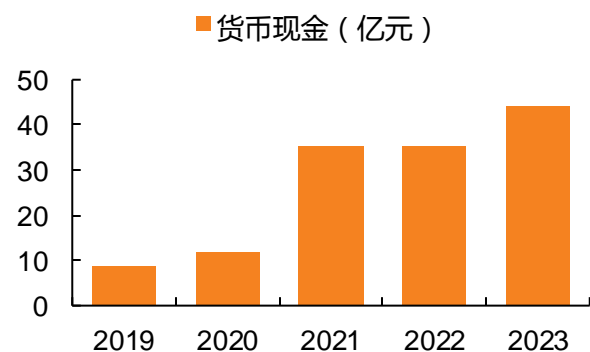
资料来源: WIND, 天风证券研究所



资料来源: WIND, 天风证券研究所

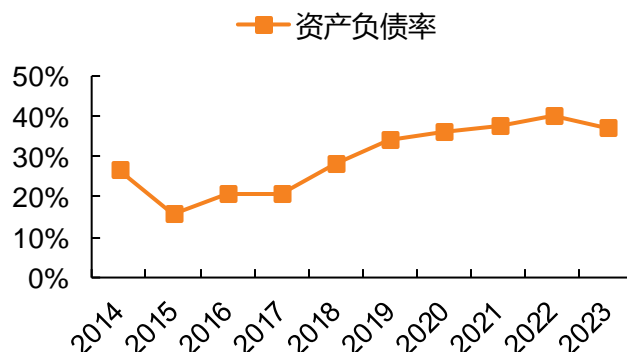
公司资产负债率不断提升, 但货币现金相对充裕。公司资产负债率自 2015 年以来不断上升, 但均在可控范围, 2023 年略有降低至 36.9%。而公司账上货币资金则较为充裕, 由 2019 年的 8.74 亿元增长至 2023 年的 44 亿元, 为公司后续资本开支打下基础。

图 9: 公司货币现金变化



资料来源: WIND, 天风证券研究所

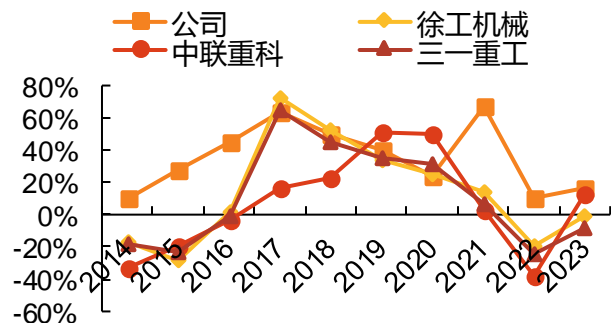
图 10: 公司资产负债率变化



资料来源: WIND, 天风证券研究所

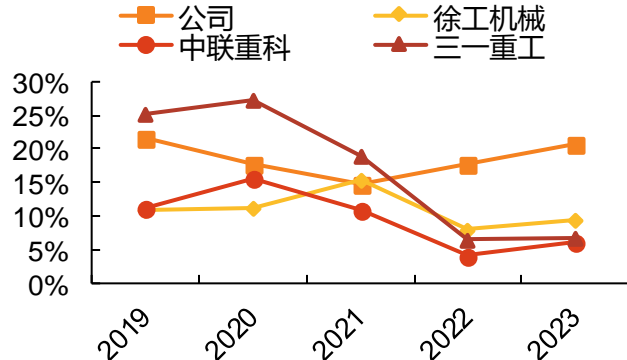
对比其他工程机械上市公司, 公司体现出穿越周期的稳健增长和高 ROE。公司 ROE 较为稳定, 且在近两年仍有提升, 盈利能力优异且稳定, 高于可比公司; 公司近十年以来营收一直处于增长状态, 我们认为, 公司身处工程机械中高空作业平台细分行业, 体现出穿越周期的稳定性。

图 11: 公司与可比公司营收同比增长率对比



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 12: 公司与可比公司 ROE 变化



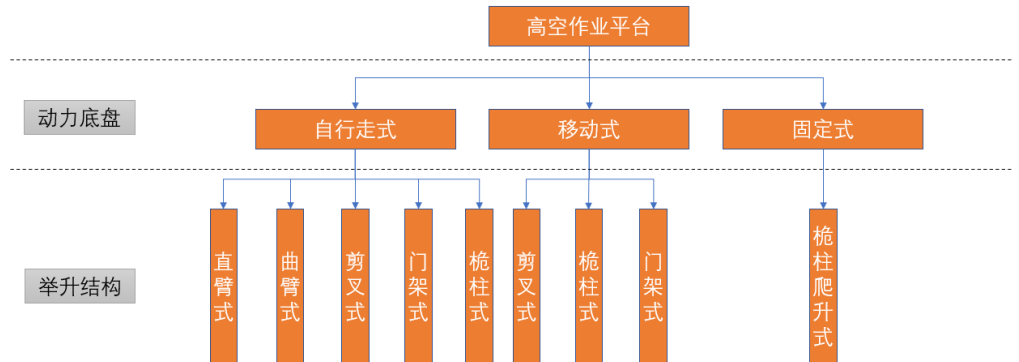
资料来源: WIND, 天风证券研究所

2. 高空作业平台-国内渗透率仍有提升空间, 海外更新占据主导

2.1. 高空作业平台：渗透率逐步提高

高空作业平台是指在一定高度进行作业使用的可移动机械设备，能够将作业人员、工具、材料等通过平台举升到一定位置进行施工、安装、维修等，并为作业人员提供安全保障。高空作业平台设备根据底盘动力、举升结构等方面的差异，可将高空作业平台做出不同分类。高空作业平台相关产品按照底盘动力来分类，可分为自行走式、固定式、移动式；按照举升结构来分类，可以分为直臂式，曲臂式，剪叉式，门架式，桅柱式，剪叉式，桅柱式，门架式，桅柱爬升式。

图 13：高空作业平台划分



资料来源：壹链盟公众号，天风证券研究所

其中，臂车和剪叉车为最常用的型号。臂车能够实现较高的作业高度，跨越障碍物能力较强，常用于建筑施工或大型设备制造检修等工业应用；而剪叉车具有优异的稳定性和优异的载重能力，型号尺寸灵活，可用于室内也可用于室外工作。

表 3：各类型高空作业平台特点及使用领域

类型	特点	适用领域
臂式	能够实现较高的作业高度并具备良好的障碍物跨越能力	建筑施工、大型设备检修等工业应用
剪叉式	优异的稳定性和载重能力	根据型号不同可用于室内及室外
铝合金桅柱式	自重轻，体积小	室内装修及维修作业
门架式	结构简单，体积小且有一定的载重能力	广泛用于仓储物流
桅柱爬升式	最大高度高，可与施工对象锚定	房屋建造领域

资料来源：壹链盟公众号，天风证券研究所

高空作业平台相较于吊篮、脚手架等有高效性、安全性、经济性等优势。首先，高空作业车设备到场即可使用，工作完成无需拆卸即可撤离，节省了大量的施工时间；其次，高空作业平台安全性极高，可有效避免事故；第三，高空作业平台具有很好的经济性。

高空作业平台无需拆建，能够节省工期。传统的高空作业设备如脚手架、井架、龙门架和各种吊装用机械设备存在安全性差、搭建材料用量大、耗费时间长等不足。与传统的施工方式相比，高空作业平台可以容纳更多施工人员，同时进行施工作业，而且区别于传统的脚手架施工方式，高空作业平台免去了长时间的搭建、拆除等工作，有效的提升了人效，也提高了施工安全性。全球高空作业平台吉尼公司曾用对比实验的方式比较了脚手架与高空作业平台在墙面清洁及照明检修的作业效率和人员成本，发现高空作业平台效率有较大规模的提升，人工也得以减少。

表 4：高空作业平台与脚手架效率对比

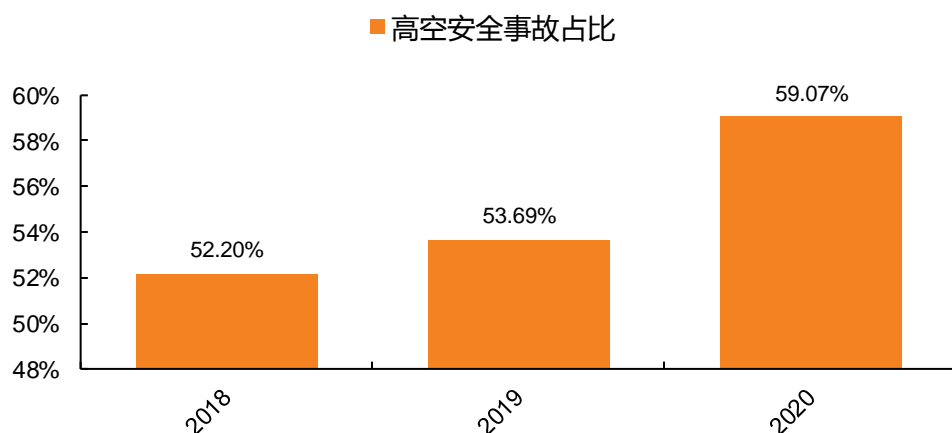
	耗时与人工	剪式自行式高空作业平台	脚手架作业平台	高空平台优势
墙面清洁	耗时	1小时 43分	3小时 6分	效率提升 80%

照明检修	人工	2人	4人	人工减少 50%
	耗时	20分钟	49分钟	效率提升 149%
狭窄区域照明检修	人工	2人	4人	人工减少 50%
	耗时	5分	无法完成	-
	人工	1人	无法完成	-

资料来源：特雷克斯吉尼高空作业平台公众号，天风证券研究所

高空作业平台安全性极高，可有效避免事故。据住建部统计，近几年高空坠落事故占房屋市政工程生产安全事故的比例居高不下，2018~2020年占比分别为 52.20%、53.69%、59.07%。以传统建造过程中使用的脚手架为例，传统的脚手架等设备往往需要工人在逼仄的空间内频繁地上下操作，使高空坠落成为行业的重要隐患。而高空作业平台作为大型机械设备，可将人员或物品放置在工作篮中，工作平台始终保持水平，安全性高。

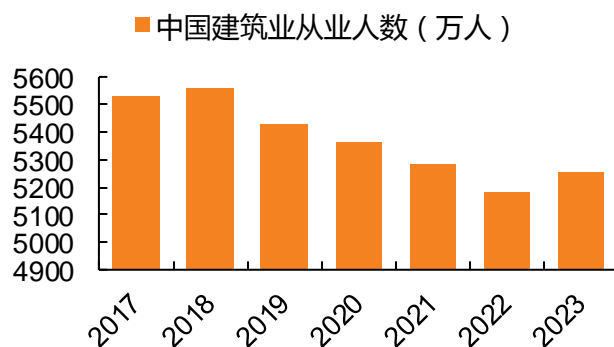
图 14：高空安全事故占比较高



资料来源：国家住建部官网，天风证券研究所

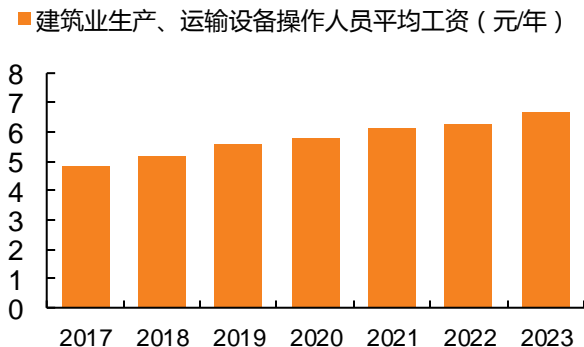
高空作业平台具有很好的经济性。脚手架的初始成本比较低，但随着高度的升高，高空作业平台的成本不变，而脚手架则由于对底部结构强度的要求提升，且上端要建造新的作业空间，导致材料成本不断上升，根据高空机械工程公众号，8-10米以上脚手架就不再具有经济性优势。此外，我国建筑业从业人数自 2018 年以来总体呈下降趋势，而建筑业生产、运输人员工资则逐年上升，人力成本上涨不断抬高脚手架搭建成本。

图 15：我国建筑业从业人数



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 16：建筑业生产、运输人员工资变化



资料来源：WIND，天风证券研究所

高空作业平台下游应用广泛，受地产周期影响较小。高空作业平台可应用于建筑施工、复杂环境下设备安装、大型设备制造和检修、超市及仓库物流以及其他应用领域。高空作业平台一般发迹于大型工程建筑领域，如欧美市场受益于城镇化进程中的建筑施工，日韩则首先应用于船舶制造领域，但随着行业不断发展，应用领域不断向非建筑领域渗透，以期降低行业的周期性和季节性影响。

2.2. 高空作业平台国内电动化及臂车存发展空间，海外更新需求旺盛

高空作业平台设备成本较高，终端客户一般采用租赁的方式进行使用。与欧美国家类似，终端用户往往并不是直接购买而是通过向租赁公司租赁来使用高空作业平台产品。根据我们测算，目前高空作业平台行业租售比约为 25%~30%，臂车略高于剪叉车。对于租赁厂商而言，不考虑维保等其他费用，预计 3~4 年可回本，租售比较为合理，租赁公司有动力进入此行业。对于终端消费者而言，与购买相比，租赁具有更强的经济性。

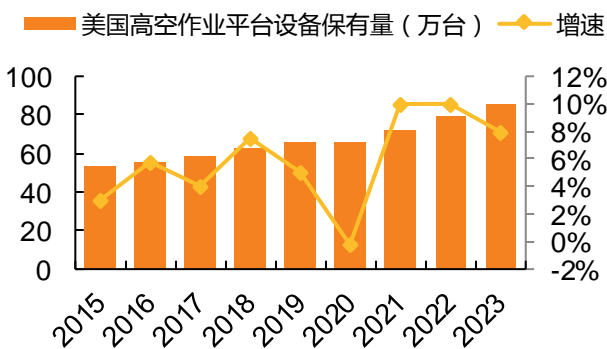
表 5：高空作业租售比分析（元）

	剪叉车	臂车
平均售价	98000	489000
租金	2100	12000
租售比	26%	29%

资料来源：爱采购，天风证券研究所（价格数据仅供参考）

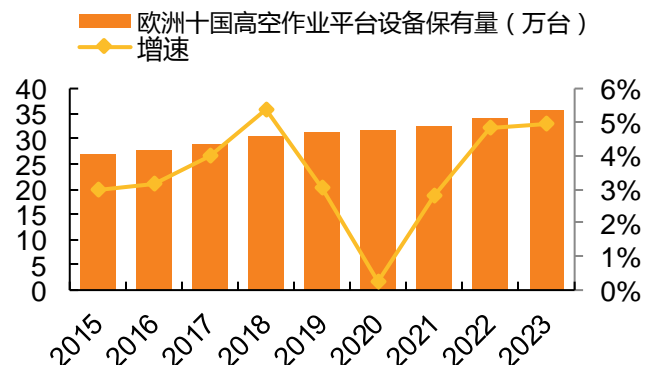
美国保有量近两年增速较快，而欧洲十国保有量则相对稳定。2023 年美国租赁市场保有量为 85.78 万台，2015 年到 2023 年保有量复合增速为 6.2%，近几年增速较快。而欧洲地区保有量则较为稳定，2015~2023 年年复合增长率 3.5%。

图 17：美国高空作业平台保有量



资料来源：IPAF，浙江鼎力年报，天风证券研究所

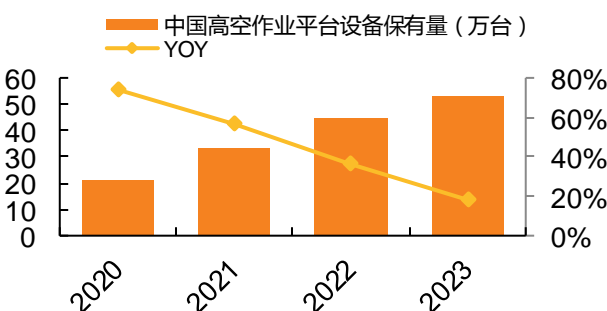
图 18：欧洲十国高空作业平台保有量



资料来源：IPAF，浙江鼎力年报，天风证券研究所

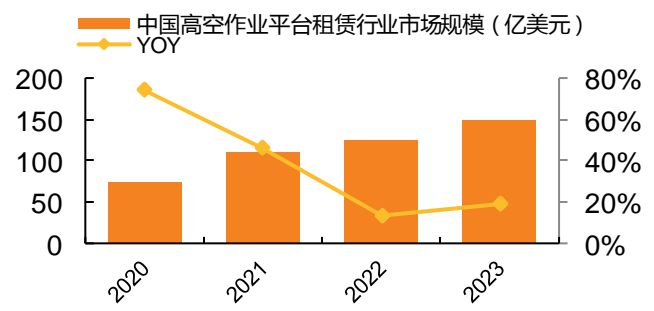
受人工成本上升（经济性）、安全意识持续提升（安全性）、施工效率要求不断提高（高效性）及应用场景多样化等因素驱动，国内高空作业平台行业发展迅速。有一定规模的租赁公司网点布局加速，行业集中度进一步提升；租赁公司产品结构持续优化，臂式产品、电动产品和差异化产品需求不断增加。根据《2024 年全球高机租赁市场报告》，2023 年中国高空作业平台租赁市场实现收入约 148.82 亿元，同比增长 19.5%；保有量接近 53 万台。

图 19：中国高空作业平台保有量



资料来源：IPAF，浙江鼎力年报，第一工程机械网公众号，天风证券研究所

图 20：中国高空作业租赁市场规模



资料来源：IPAF，浙江鼎力年报，第一工程机械网公众号，天风证券研究所

我国高空作业平台保有量与海外相比成长空间较大。由于欧洲国家较为分散，我们选取中国和美国进行对比。从设备保有密度水平看，我国国内高空作业平台仍有较大提升空间。从每亿美元 GDP/每亿美元建筑业增加值/每万人对应的高空作业平台数量来看，均有较大的发展空间。

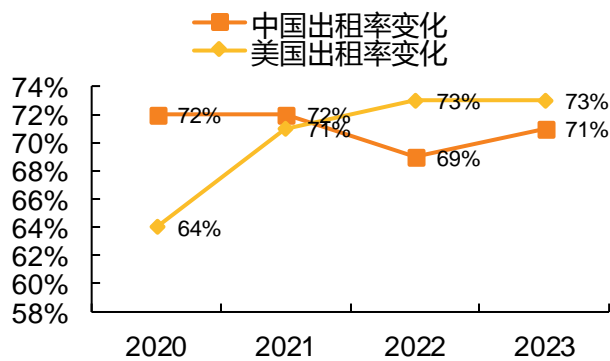
表 6：2023 中美高空作业平台设备保有密度对比

	中国	美国	存在空间
保有量（万辆）	53	85.79	
GDP（万亿元）	17.79	27.36	
建筑业增加值（万亿元）	1.21	1.20	
人口（亿人）	14.1	3.35	
每万亿元 GDP 保有量（万台）	2.98	3.14	5.2%
每万亿元建筑业增加值保有量（万台）	43.87	71.26	62.5%
每万人保有量（台）	3.76	25.61	581.3%

资料来源：WIND， IPAF， 第一工程机械网公众号， 天风证券研究所

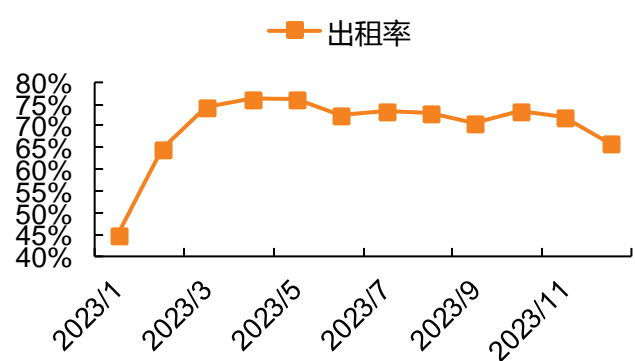
出租率而言中美较为接近。受疫情影响，2020 年的美国及 2022 年的中国出租率均低于往年水平。2023 年根据中国工程机械工业协会，中国高空作业平台出租率仍基本维持在 70%以上。考虑到中国和美国保有量及出租率较为类似，美国在保有量稳步上升的基础上仍能保持较高的出租率，我们认为国内高空作业平台保有量也存在向上的空间。

图 21：中美出租率对比



资料来源：IPAF， 第一工程机械网公众号， 天风证券研究所

图 22：2023 年国内出租率变化



资料来源：中国工程机械工业协会公众号， 天风证券研究所

臂式占比逐步提升，是产业升级下的必然选择。在建筑施工、房屋制造等下游领域中臂式需求更大，市场规模超过剪叉式。因而随着市场的逐渐成熟，厂商技术水平的提高，由剪叉式转向臂式是产业升级的必然选择。

国内而言，臂车占比的提高有望带国内需求升级。国内高空作业平台起步较晚，正处于成长期，人均保有量较小，产品结构尚不完善，2023 年臂式高空作业平台保有量占比约 25%，远低于成熟市场；而美国、欧洲等海外发达国家和地区经济发展水平高，安全生产法规严格，高空作业平台市场成熟，存量市场大，更新替换需求稳定，应用普及率高，产品结构完善，臂式高空作业平台保有量占比近 40%。臂式平台更高的作业高度导致臂架截面设计和受力变形等因素更加复杂，制造难度远大于剪叉式，单体价格也更高，而在建筑施工、房屋制造等下游领域中臂式需求更大。

高空作业平台电动化趋势明显。随着环保观念在各行各业的渗透，国际厂商纷纷致力于用电力驱动或者混合动力驱动代替传统的柴油驱动。根据浙江鼎力计算，公司 44 米电动臂式对比业内同级柴油臂式，每日可节省 134 元（不含维保费用）。

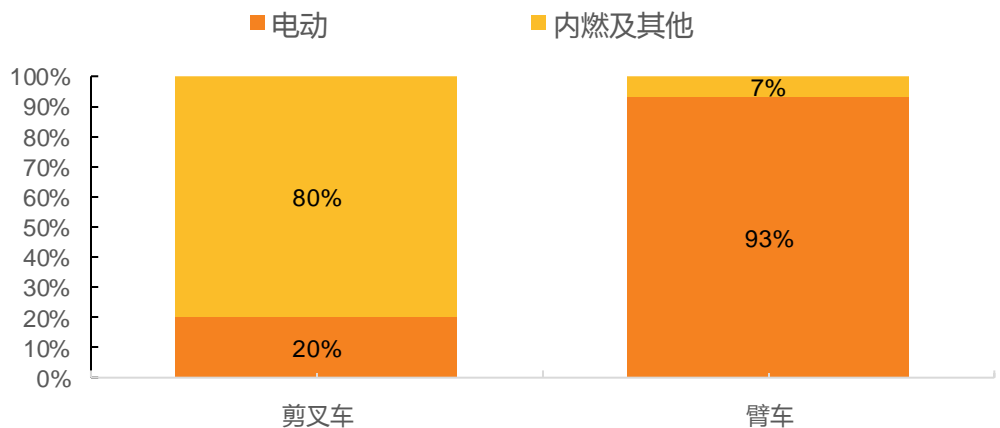
表 7：电动产品与柴油产品使用成本对比

	鼎力 44 米电动臂式	业内同级柴动臂式
日常费用	鼎力高米数 T 系列电动臂式标配 360V/200-230Ah 大容量模组化高压动力电池，总电量估算为： 215Ah*360V=77.4kW·h，正常工作 3~4 天（6 小时/天），现拟定满电工作 2 天，则单月用电量为：77.4kW·h*（30/2）=1161kW·h，以工业用电 1 元/kW·h 计算，每月电费为 1161 元，单 日设备运行时间（6 小时/天）花费： 1161/30=38.7 元。	业内同级柴动臂式柴油箱容积基本 为 150L，油耗基本在 4L/h，计算可 知，一箱油正常可工作 37-43 小时 （拟定 40 小时），按照柴油 7.7 元 /L 计算，加满一箱油需花费 150*7.7=1155 元，每小时油耗约为 1155/40=28.9 元，单日设备运行时间（6 小时/天）花费为 28.9*6=173.4 元，月费为 174*30=5190 元。
维保费用	免维护	正常使用情况下，柴动臂式首保为 50 小时，二保为 250 小时，往后保 养每 250 小时/次，月大致费用约在 1500 元/次左右（仅为主厂配件材 料费，保养内容为空滤、机滤、机 油等）。

资料来源：浙江鼎力公众号，天风证券研究所

欧美电动化率程度较高。美国租赁市场臂式和剪叉产品继续电动化趋势，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%；不同国家臂式电动化速度不同，这取决于应用场景、作业高度和充电设施完善程度，综合电动化率约 46%。

图 23：2022 年美国剪叉车及臂车电动化比例



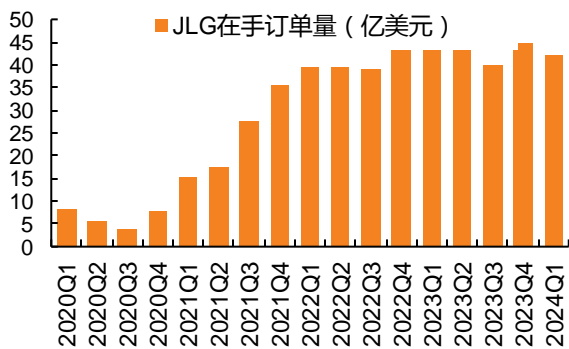
资料来源：IPAF，浙江鼎力年报，天风证券研究所

海外市场更新需求旺盛。欧美的高空作业平台市场起源于上世纪 70 年代，经历了 40 余年的发展后，已步入成熟阶段。就美国市场而言，2021 年，美国高空作业平台租赁业设备平均服役年限为 5 年两个月；而 2021 年欧洲十国高空作业平台租赁业的设备平均服役年限为 9 年 4 个月。随着保有量逐步提升，我们认为设备更替是推动海外高空作业设备需求的主要因素。

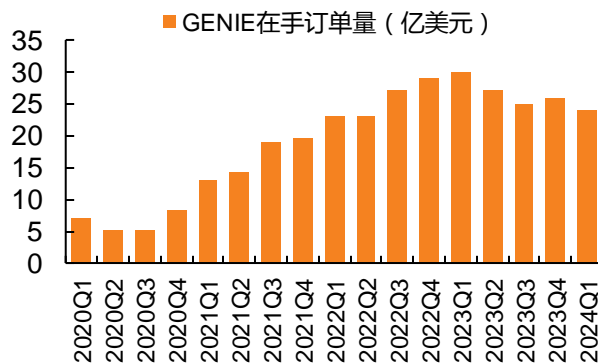
从 JLG 和 Genie 的订单中我们可以看出北美下游需求旺盛。截止 2024Q1，JLG 和 Genie 在高空作业平台业务方面在手订单金额分别为 42.3/24 亿美元，经历 2020 年的低迷后维持较高的订单量。其中 JLG 在手订单自 2022Q4 以来已连续 6 个季度末超过 40 亿美元；而 GENIE 在手订单同样自 2022Q1 以来连续 9 个季度末超过 20 亿美元。

图 24：JLG 在手订单量

图 25：GENIE 在手订单量



资料来源：豪士科(OSHKOSH)公司公告，天风证券研究所



资料来源：TEREX公司公告，天风证券研究所

与此同时，国内设备更新浪潮的到来在近几年或将拉动国内高空车更新。自3月份的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（下称《行动方案》）印发以来，目前全国至少已有27个省（区、市）印发省级方案，一些地市层面也发布了推进具体领域设备更新的文件。其中4月28日，上海市率先发布了关于公开征求《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理办法》（征求意见稿）意见的公告，明确了上海地区国二非道路移动机械更新补贴的具体管理办法，其中微型/小型高空作业车分别可补贴1.2/8.1万元，有望带动国内高空作业车设备更新。

表 8：上海市国二非道机械更新补贴标准

机械类型	机械分级	补贴金额 (万元)	参考特征参数	参考电池容量
			(燃油机械)	(新能源)
叉车	小型	1.9	$P < 37kW$	$C > 10kWh$
	中型	2.6	$37kW \leq P < 75kW$	$C > 15kWh$
	大型	13.8	$75kW \leq P < 130kW$	$C > 50kWh$
	特大型	36	$P > 130kW$	$C > 180kWh$
挖掘机	微型	2	$P \leq 10kW$	$C > 6kWh$
	中小型	3.6	$10kW < P \leq 40kW$	$C > 20kWh$
	大型	13.8	$40kW < P \leq 100kW$	$C > 100kWh$
	特大型	36	$P > 100kW$	$C > 400kWh$ 或拖电
装载机	小型	11	$P \leq 75kW$	$C > 50kWh$
	中型	15.6	$75kW < P \leq 130kW$	$C > 100kWh$
	大型	23.4	$P > 130kW$	$C > 200kWh$
高空作业车	微型	1.2	$P \leq 10kW$	$C > 5kWh$
	小型	8.1	$P > 10kW$	$C > 15kWh$
港作机械	轮胎起重机	60	$P > 130kW$	$C > 300kWh$
	空箱堆高机	60	$P > 130kW$	$C > 300kWh$
	集装箱正面吊	86.7	$P > 130kW$	$C > 400kWh$
机场地勤设备	飞机牵引车	30.3	$P > 70kW$	$C > 130kWh$
	行李传送车	10.8	$P > 37kW$	$C > 50kWh$
其他	小型	1.9	$19kW \leq P < 37kW$	$C > 10kWh$
	中型	2.6	$37kW \leq P < 75kW$	$C > 15kWh$
	大型	13.8	$P > 75kW$	$C > 50kWh$

资料来源：上海市生态环境局官网，天风证券研究所

2.3. 产业链及竞争格局：公司规模及盈利能力领先

高空作业平台租赁分上游设备制造商及中游租赁商。产业链而言，高空作业平台的制造、租赁企业位于产业链中游，上游主要涉及发动机、电控系统、驱动电机及其他专用配件的生产供应，下游的应用领域包括市政建筑、船舶制造、仓储物流等。国外设备制造商主要包括美国 JLG、Terex 及法国 Haulotte，国内品牌包括浙江鼎力、星邦智能、临工重

机、中联重科、徐工机械等。

图 26：高空作业平台产业链



资料来源：华经产业研究院公众号，天风证券研究所

全球十强高空作业平台厂商中国占五家。随着中国高空作业设备行业不断成熟，产品质量和性价比高优势不断彰显，高空作业设备在国内实现进口替代并逐步走向全球。2023 年全球前十大高空作业平台制造商有五家中国厂商，浙江鼎力、徐工机械、临工重机、中联重科和星邦智能；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。

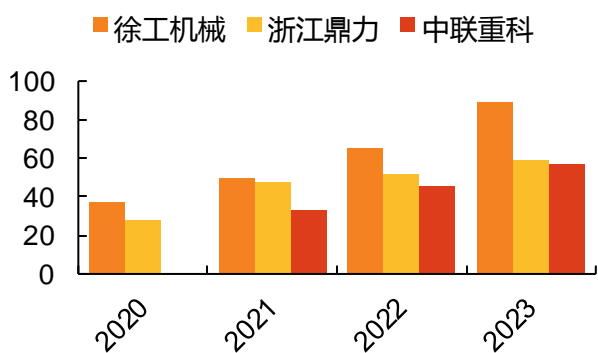
图 27：2023 年高空作业平台营收十强企业

排名	排名变化	公司名称	国别	销售额 (亿美元)	同比变化 (%)
1	-	捷尔杰 (JLG Industries Inc.)	美国	31.24	26.7
2	-	吉尼 (Genie)	美国	24.84	14.0
3	-	徐工 (XCMG)	中国	9.48	20.5
4	-	浙江鼎力 (Dingli)	中国	7.88	1.4
5	-	斯凯杰科 (Skyjack)	加拿大	7.54	17.8
6	+2	中联重科 (ZOOMLION)	中国	6.65	26.1
7	-	欧历胜集团 (Haulotte Group)	法国	6.54	16.0
8	-2	临工重机 (LGMG)	中国	5.65	13.1
9	-	星邦智能 (SINOBOOM)	中国	4.08	9.0
10	-	曼尼通集团 (Manitou Group)	法国	2.73	6.5

资料来源：慧聪工程机械网公众号，天风证券研究所

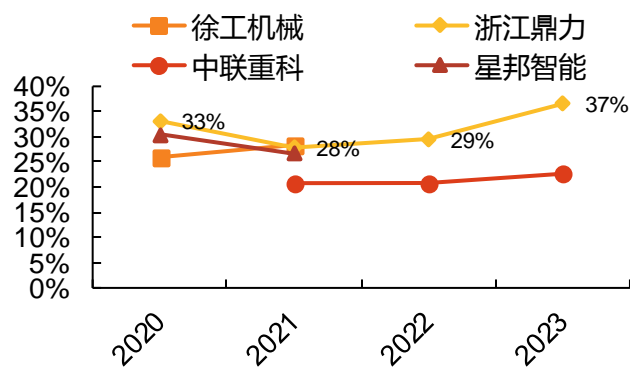
国内厂家中，公司高空作业平台规模较大，且毛利率水平保持较好。2023 年公司高空作业平台营收规模仅落后于徐工机械，达 59.6 亿元，与中联重科相当。而公司毛利率情况则一直领先于可比公司。

图 28：公司与可比公司高空作业平台规模对比（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 29：公司与可比公司高空作业平台毛利率对比



资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 公司：海外臂式有望放量，未来可期

3.1. 产品技术水平领先，重视研发

公司产品系列全面，技术水平行业领先。自主研发出业内最多的 200 余款高空作业平台，臂式、剪叉式、桅柱式及差异化等全品类产品型谱已全面完善。目前公司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。公司是全球唯一实现批量化生产无油全电环保型剪叉系列的制造商，最大工作高度覆盖 5-16m，最大荷载覆盖 230-450kg。

图 30：公司产品线全面

开创非道路移动机械电动化新时代

公司产品涵盖臂式、剪叉式、桅柱式三大系列及差异化产品等共150多款规格，所有产品均通过欧洲CE、美国ANSI、澳大利亚AS/NZS1418等权威认证，远销包括美、德、日等高端市场在内的80多个国家和地区。

<p>臂式高空作业平台</p> <p>工作高度：16m - 44m</p> <p>了解更多</p>	<p>剪叉式高空作业平台</p> <p>工作高度：6m - 32m</p> <p>了解更多</p>	<p>桅柱式高空作业平台</p> <p>工作高度：7m - 14m</p> <p>了解更多</p>	<p>差异化系列产品</p> <p>工作高度：5m - 16m</p> <p>了解更多</p>
--	--	--	--

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司颠覆传统设计理念，采用模块化设计。鼎力业内首创的模块设计，包含横向相同驱动、不同高度机型同平台研发（外观仅高度不同），以及纵向柴电混动、任意高度机型同平台研发（外观仅颜色不同），做到了全臂式模块设计，全部件 90%通用，最大化减少客户二次成本投入（维保成本、配件仓储、人工工资）。公司是业内首家实现高米数臂式产品能以整机形态进入集装箱的企业，所有臂式产品（最大工作高度覆盖 16-44 米）均适用于集装箱运输，也是全球 28 米以上唯一具备该“技能”的臂式，可有效降低运输成本，提高装运效率，缩短设备交货期，提升客户满意度。

图 31：公司模块化带来运输优势

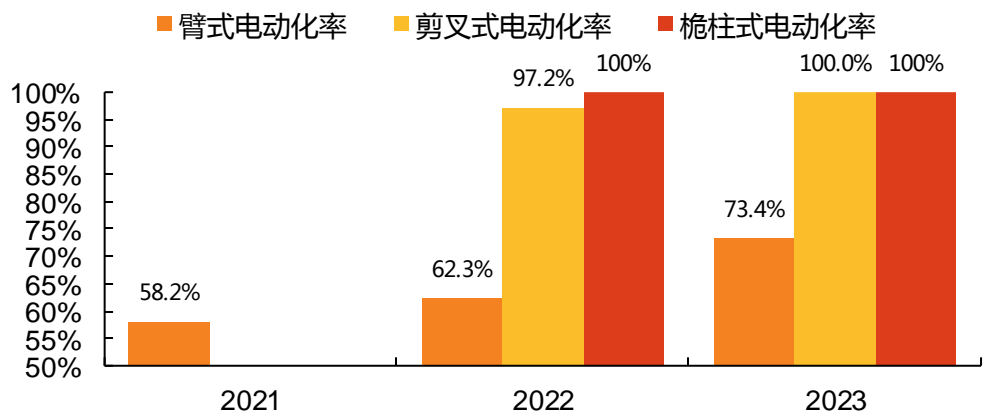


资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. “电动化+臂式+出海” 齐头并举，无惧“双反” 开拓市场

公司产品电动化率不断提高，2023 年剪叉式及桅柱式电动化率已达 100%，臂式电动车 2023 年电动化率也超 70%。公司已实现全系列产品电动化，公司电动款产品品质卓越，竞争力强，在节能环保无噪音、维保便捷成本低等优势基础上兼具大载重、强动力、易运输等特性。公司剪叉式及桅柱式高空作业平台电动化率已经达到较高水平，而臂式电动化率则不断增高，2021~2023 电动化率分别为 58.2%/62.3%/73.4%。

图 32：公司各产品电动化率



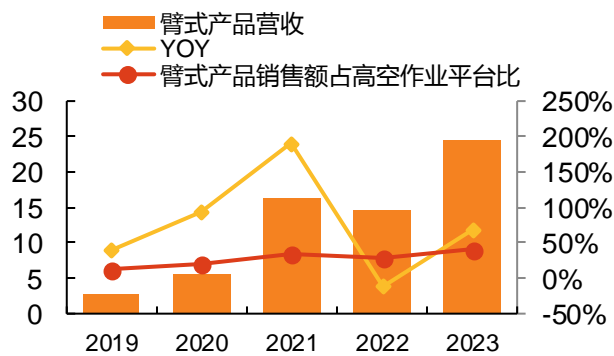
资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司加大臂式产品销售力度，随着电动化率提高，毛利率也在逐步提升。当前国内高空作业平台租赁商产品结构仍以剪叉式设备为主，臂式产品占比低，随着行业发展及多样化施工场景和复杂性工况的驱动，臂式产品和差异化产品需求增加。公司持续加大臂式

产品销售力度，2023 年，臂式产品销售收入占比达 41.04%，同比增加 13.23pct。臂式产品营收 2019~2023 复合增长率达 70.3%，远高于剪叉式（13.1%）及桅柱式（41.1%）。海外市场臂式产品推广顺利，增速较快，2022-2023 年公司臂式产品海外收入增速分别达到+122%、+141%，持续高速增长。

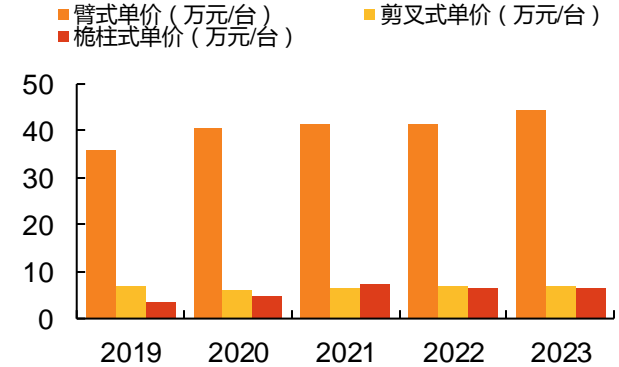
此外，臂式平台更高的作业高度导致臂架截面设计和受力变形等因素更加复杂，制造难度远大于剪叉式，单体价格也更高。从公司公告中可计算得出公司臂式产品单价远高于剪叉式及桅柱式产品单价，且近几年价格不断提升。2023 年臂式产品综合毛利率达 30.52%，同比增加 9.88 pct。

图 33：公司臂式产品营收（亿元）及同比



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 34：公司各产品均价变化



资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司成立以来不断增加产能，近几年产能逐步向臂式及电动化产品靠拢。公司成立以来不断提升产能。2015 年三期工程投产，随后 2017 年定增四期年产 3200 台臂式产品产能；2020 年四期投产后，于 2021 年启动五期工厂项目。目前公司五期新产线尚处于爬坡阶段，逐步释放产能。2024 年 3 月公司发布公告，拟以自筹资金投建年产 2 万台新能源高空作业平台项目，总投资额 17 亿元。项目建设周期为 36 个月，建成达产后，预计可实现年收入约 25 亿元。

表 9：公司四期到六期工厂

公告时间	投产时间	投资金额 (亿元)	资金来源	产能
2017	2020	9.77	定增	3,200 台臂式高空作业平台
2021	2023	22	定增	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) 500 台蜘蛛式绝缘臂高空作业车
2024	2027	17	自筹资金	20,000 台新能源高空作业平台

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

公司不断加大海外市场的销售力度，通过收购或投资海外公司提升研发水平及扩展销售渠道。此外，公司有序布局，先后通过股权合作、适时建立分/子公司并组建本土团队等形式，多点开花，进一步拓宽海外销售渠道，着力加大非贸易摩擦海外市场开拓力度，加强与海外大型租赁公司的合作关系。公司分别收购意大利 Magni 公司、美国 CMEC 公司、德国 TEUPEN 公司，依托鼎力意大利、美国、德国研发中心，全面实现销售网络及技术创新的全球化。

Magni: 2016 公司以 1437.5 万欧元对 Magni 增资，增资后公司持有 Magni 20% 股权。公司与 Magni 技术合作已达成阶段性成果，公司臂式 M 系列新产品均已研发完成并顺利推向市场。2023 年 11 月拟将 20% 股权全部转让，转让价款为 6142 万欧元，本次交易对价以现金方式支付。

CMEC: 2024 年公司拟以自筹资金 46,854,170 美元购买 CMEC 公司 50.2% 股权。此前，公司已持有 CMEC 公司 49.8% 股权，本次交易完成后，公司将持有 CMEC 公司 100% 股权。CMEC 公司旗下 MEC 品牌在北美市场具有知名度且有历史积淀，销售团队经验丰富，与

当地租赁公司保持良好的合作关系。本次交易完成后，公司拟在北美市场继续采用 MEC 品牌，保持 CMEC 公司现有研发、销售、运营等团队稳定并稳健拓展北美市场。

TEUPEN: 2020 年 8 月 13 日，公司与 Maschinenbau und Service Holding GmbH 签署了《股份购买协议》，拟收购其持有的 Teupen Maschinenbau GmbH 24% 股权。

通过与投资公司的合作，公司完善了产品线研发布局，公司臂式产品依次分为“D”、“M”、“T”三大类别，其中，“M”、“T”系列分别为公司与 Magni、TEUPEN 合作产品。

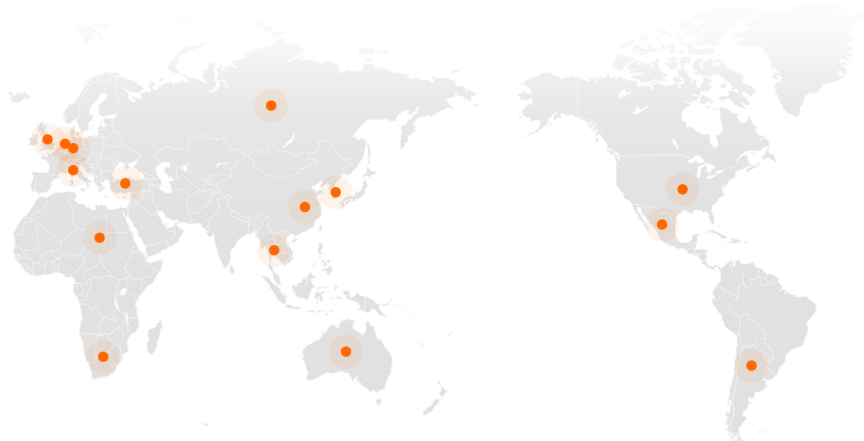
表 10：公司与参股公司共同合作开发臂车

	D 系列	M 系列	T 系列
合作对象	自主研发	MAGNI	TEUPEN
最大工作高度	16~22	22~34	36~44
最大荷载 (kg)	300/454	300/454	300/454
其他优势	采用轻量化设计，配置一体式车桥，具有重量轻、易维保、易运输等优势	采用部件下移设计，配置一体式车桥，具有大载重、易维保、强动力、易运输等优势	采用专利创新的一键原地扩桥设计，具有大载重、易维保、强动力、高效率、更安全、易运输等优势。

资料来源：浙江鼎力公众号，天风证券研究所

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，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。

图 35：公司实行全球化战略

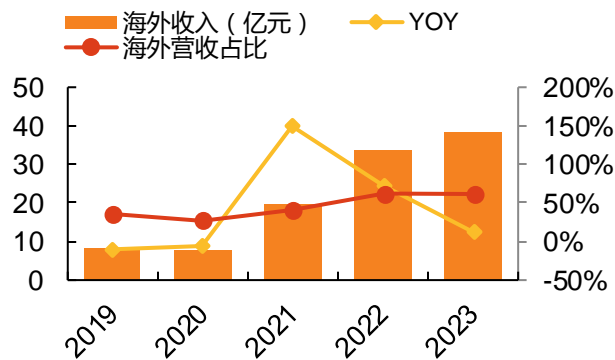


资料来源：公司官网，天风证券研究所

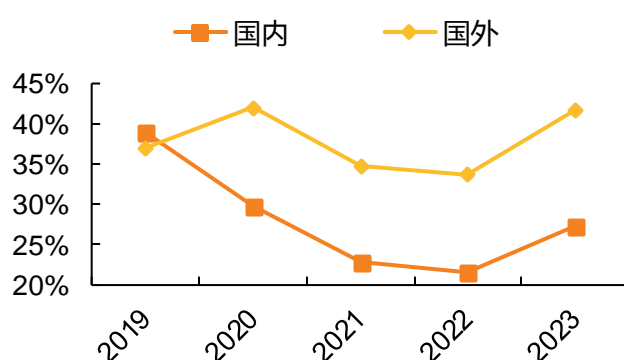
公司全球化战略不断推进，海外营收比例不断提高。2023 年实现海外营收 38.40 亿元，同比增长 13.35%，占公司总收入从 2020 年的 27% 攀升至 2023 年的 61%。毛利率方面，近四年海外市场毛利率均高于国内市场，对于海外市场，公司完善海外售后服务体系，凭借业内领先的产品竞争优势及专利优势，不断高端产品市场开拓力度。

图 36：公司海外营收、同比及占比

图 37：公司国内及国外毛利率变化



资料来源: WIND, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

近年来随着碳排放要求提升，海外成熟客户对于产品在安全性、节能减排、电动化等方面提出了更高要求。欧盟通过《欧洲气候法案》，旨在全面推进欧盟各国实现碳中和目标，多家欧洲高空作业平台租赁公司已公布绿色发展战略。我们认为公司产能扩展向电动化发展，有望持续推动海外地区销售。

2021年3月，美国商务部宣布对进口自中国的移动式升降作业平台和组件发起反倾销和反补贴立案调查（以下简称“双反”调查）。经最终裁决，公司反倾销税保证金率为31.54%，反补贴率11.95%，双反总税率为43.5%，较临工重机等其他国产厂商仍有较大优势，公司领先地位有望保持。而目前欧盟反倾销仍处于调查阶段。

表 11: 公司及同行美国双反对比

	反倾销税率	反补贴税率	双反税率
公司	31.54%	11.95%	43.49%
临工重机	165.10%	18.34%	183.44%
获得单独税率出口商/生产商	51.66%	448.70%	500.36%
中国其他出口商/生产商	165.14%	12.93%	178.07%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

此外，公司全球战略同样考虑到了新兴市场的需求，进一步降低“双反”对公司海外销售的影响。公司董事长许树根在接受采访时表示，公司产品销售不会只考虑发达国家市场，而是会从世界不同地区收集信息并制定全球战略。在意大利、德国和美国国际研发中心的支持下，公司针对新兴市场和高端市场推出的都是相同型号的产品，但保修和增值服务可能会不同。公司凭借卓越的产品质量及稳定高效的售后服务，不断提升市场销售额。

4. 盈利预测与投资建议

我们对公司各产品业务做出如下假设：

剪叉式高空作业平台：市场上剪叉式高空作业平台保有量较大，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 32.12/34.62/39.02 亿元，同比增 7%/8%/13%，考虑到 24 年六期项目总建设时间为 3 年，我们认为 26 年六期项目或部分投产，导致剪叉式高空车 26 年增速稍快。毛利率方面我们认为随着五期项目投产，24 年毛利率提高，而剪叉车电动化水平较高，海内外市场竞争较为激烈，25~26 年毛利率或稍有下降，预计 24-26 年公司剪叉式高空作业平台毛利率为 41.5%/41.2%/40.6%。

臂式高空作业平台：臂式产品为公司重点发展产品。公司五期工厂现处于产能爬坡释放

阶段，规划产能 4000 台，24 年开始逐步放量。预计 24-26 年公司臂式高空作业平台营收分别为 34.34/45.98/53.94 亿，同比 40%/34%/17%。毛利率方面，考虑海外占比提升以及电动化占比提高，叠加产能逐步爬坡后规模效应体现，预计毛利率有所提升，24-26 年公司臂式高空作业平台毛利率分别为 35.9%/38.4%/40.2%。

桅柱式高空作业平台：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 5.29/5.56/5.83 亿，毛利率相对稳定。

表 12：公司营收拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	54.45	63.12	75.45	90.04	102.87
YOY	10%	16%	20%	19%	14%
毛利率	31.0%	38.5%	40.6%	41.2%	41.8%
臂车收入（亿元）	14.54	24.46	34.34	45.98	53.94
YOY	-12%	68%	40%	34%	17%
毛利率	20.6%	30.5%	35.9%	38.4%	40.2%
剪叉车收入（亿元）	32.95	30.10	32.12	34.62	39.02
YOY	16%	-9%	7%	8%	13%
毛利率	32.6%	40.3%	41.5%	41.2%	40.6%
桅柱式收入（亿元）	4.79	5.04	5.29	5.56	5.83
YOY	82%	5%	5%	5%	5%
毛利率	34.0%	43.5%	43.7%	44.0%	44.3%
其他（亿元）	2.17	3.52	3.70	3.88	4.07
毛利率	70.2%	71.5%	71.5%	71.5%	71.5%

资料来源：WIND，天风证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别达 22.1 亿元、26.5 亿元、30.7 亿元，同比提升 18%、20%、16%，对应估值 12、10、8 倍。可比公司 24 年 PE 估值的均值为 16X，给予公司 16X 估值，对应目标价 69.92 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 13：公司估值对比（2024/7/24 数据）

	公司	PE		
		2024E	2025E	2026E
000425.SZ	徐工机械	11.4	9.1	7.1
000157.SZ	中联重科	13.3	10.4	8.5
600031.SZ	三一重工	22.1	17.1	13.5
	平均值	15.6	12.2	9.7
600894.SH	浙江鼎力	11.7	9.7	8.4

资料来源：WIND，天风证券研究所

5. 风险提示

1) 海外需求不及预期

若受全球经济大环境影响需求出现较大程度收缩，公司产品销售或一定程度受到影响。

2) 市场竞争加剧

行业竞争大幅加剧或导致公司产品销量不及预期。

3) 项目进展不及预期

公司在建工程存在项目进展低于预期的风险。

4) 技术研发不及预期

公司相关产品系列扩展及电动化方面研发进度不及预期。

5) “双反”重新裁定风险

目前公司双反税率与同行比较低,且在可控范围,如后期双反区域扩大或惩罚加重,存在对公司海外拓展的不利影响。

6) 测算结果具有主观性风险

报告中盈利预测基于多重假设测算,具有一定主观性,或与公司未来业绩有较大偏差。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,522.10	4,396.60	4,222.02	4,936.80	5,945.16	营业收入	5,445.15	6,311.96	7,544.61	9,004.24	10,286.64
应收票据及应收账款	2,078.43	2,391.27	3,057.61	4,445.92	5,269.24	营业成本	3,754.77	3,882.44	4,484.16	5,291.73	5,985.67
预付账款	9.07	6.70	68.03	26.04	87.02	营业税金及附加	12.43	33.38	39.90	47.62	54.40
存货	1,795.23	1,921.37	2,562.79	3,022.93	3,627.82	销售费用	157.53	232.46	277.86	331.61	378.84
其他	1,416.49	1,424.12	1,389.12	1,376.82	1,351.25	管理费用	123.45	141.23	165.98	198.09	226.31
流动资产合计	8,821.32	10,140.07	11,299.57	13,808.51	16,280.49	研发费用	202.33	220.01	264.06	315.15	360.03
长期股权投资	121.04	332.42	332.42	332.42	332.42	财务费用	(232.66)	(244.76)	(234.37)	(234.72)	(253.63)
固定资产	946.73	1,612.78	2,138.31	2,628.83	3,084.36	资产/信用减值损失	(26.21)	(25.14)	(25.00)	(25.00)	(25.00)
在建工程	461.44	214.59	214.59	214.59	214.59	公允价值变动收益	(25.07)	(37.02)	(28.79)	(30.00)	(20.00)
无形资产	396.36	388.70	372.29	355.88	339.47	投资净收益	49.09	91.85	80.00	80.00	80.00
其他	1,054.92	1,518.74	1,517.06	1,516.38	1,516.38	其他	(30.48)	(157.61)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,980.49	4,067.23	4,574.66	5,048.10	5,487.21	营业利润	1,459.97	2,175.13	2,573.23	3,079.75	3,570.02
资产总计	11,801.81	14,207.30	15,874.23	18,856.61	21,767.70	营业外收入	0.41	0.95	0.95	0.95	0.95
短期借款	335.08	107.75	35.00	40.00	50.00	营业外支出	0.48	1.93	1.93	1.93	1.93
应付票据及应付账款	2,380.82	2,971.01	3,506.11	4,431.48	4,879.57	利润总额	1,459.90	2,174.15	2,572.25	3,078.77	3,569.04
其他	1,008.01	1,331.74	1,447.78	1,458.93	1,535.85	所得税	202.66	307.00	360.15	431.07	499.71
流动负债合计	3,723.91	4,410.50	4,988.90	5,930.41	6,465.42	净利润	1,257.24	1,867.15	2,212.10	2,647.71	3,069.33
长期借款	740.09	493.10	150.00	170.00	200.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,257.24	1,867.15	2,212.10	2,647.71	3,069.33
其他	243.66	313.48	313.48	313.48	313.48	每股收益(元)	2.48	3.69	4.37	5.23	6.06
非流动负债合计	983.76	806.58	463.48	483.48	513.48						
负债合计	4,736.63	5,242.07	5,452.38	6,413.89	6,978.89	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	506.35	506.35	506.35	506.35	506.35	营业收入	10.24%	15.92%	19.53%	19.35%	14.24%
资本公积	2,367.78	2,354.20	2,354.20	2,354.20	2,354.20	营业利润	42.88%	48.99%	18.30%	19.68%	15.92%
留存收益	4,183.17	5,797.14	7,456.22	9,442.00	11,743.99	归属于母公司净利润	42.15%	48.51%	18.48%	19.69%	15.92%
其他	7.88	307.54	105.09	140.17	184.27	获利能力					
股东权益合计	7,065.18	8,965.23	10,421.86	12,442.72	14,788.81	毛利率	31.04%	38.49%	40.56%	41.23%	41.81%
负债和股东权益总计	11,801.81	14,207.30	15,874.23	18,856.61	21,767.70	净利率	23.09%	29.58%	29.32%	29.41%	29.84%
						ROE	17.79%	20.83%	21.23%	21.28%	20.75%
						ROIC	52.33%	61.56%	65.46%	56.66%	50.21%
						偿债能力					
						资产负债率	40.13%	36.90%	34.35%	34.01%	32.06%
						净负债率	-28.37%	-34.32%	-31.84%	-32.21%	-33.65%
						流动比率	2.35	2.29	2.26	2.33	2.52
						速动比率	1.87	1.85	1.75	1.82	1.96
						营运能力					
						应收账款周转率	2.94	2.82	2.77	2.40	2.12
						存货周转率	3.42	3.40	3.37	3.22	3.09
						总资产周转率	0.51	0.49	0.50	0.52	0.51
						每股指标(元)					
						每股收益	2.48	3.69	4.37	5.23	6.06
						每股经营现金流	1.85	4.40	2.62	3.24	3.99
						每股净资产	13.95	17.71	20.58	24.57	29.21
						估值比率					
						市盈率	20.33	13.69	11.55	9.65	8.33
						市净率	3.62	2.85	2.45	2.05	1.73
						EV/EBITDA	13.07	9.08	7.61	6.07	4.95
						EV/EBIT	13.97	9.64	8.23	6.55	5.34

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com