

同力股份 (834599)

非公路宽体自卸车行业先锋，市场扩容打开长期成长空间

买入 (首次)

2024年08月01日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

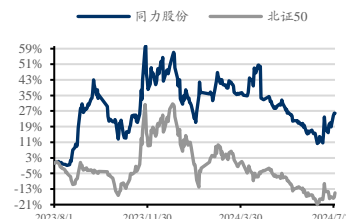
研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyant@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	5202	5860	6434	7185	8025
同比	27.04	12.67	9.79	11.67	11.70
归母净利润 (百万元)	466.30	614.67	706.95	798.75	899.83
同比	26.12	31.82	15.01	12.98	12.66
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.03	1.36	1.56	1.77	1.99
P/E (现价&最新摊薄)	8.15	6.18	5.38	4.76	4.22

股价走势



投资要点

■ 公司是非公路宽体自卸车行业先锋，营收与利润稳健增长

公司成立于 2005 年，专精于非公路运输设备行业，在非公路宽体自卸车领域处于行业领先地位，2023 年非公路宽体自卸车产品占公司主营业务收入收入的 92.95%。2018-2023 年公司营业收入从 20.04 亿元增长至 58.60 亿元，期间 CAGR=23.9%，同期归母净利润从 1.54 亿元增长至 6.15 亿元，期间 CAGR=31.9%，公司盈利能力处在快速增长区间，费用率管控得当使得公司利润增速高于营收增速。

■ 我国自卸车市场规模逐步扩张，矿山开采贡献主要需求

根据中国工程机械工业协会数据，2023 年我国非公路宽体自卸车市场规模达 130.03 亿元，同比增长 5.42%。分下游看，2023 年矿山开采占据非公路自卸车市场 79% 的份额，基础设施建设与港口码头分别占据 14% 和 7% 市场份额，矿山开采是最大的需求来源。展望未来非公路自卸车市场仍将持续扩容。一方面，我国基建、矿山、水利工程等项目仍在持续发展，工程运输量需求提高同步带动自卸车需求不断上行；另一方面，目前公路自卸车在我国市场中仍有一席之地，性能更加优秀的非公路宽体自卸车未来替代空间较大。

■ 优秀的生产管理模式和持续高研发投入为公司发展保驾护航

经历数十年的沉淀积累，公司在工艺管理、关键零部件制造、整机装配、检测试验四方面都处于国内领先水平，能够满足多品种小批量大批次的柔性生产需求。另外公司研发投入持续增长，新能源矿用自卸车正在研发进程中，产品制造智能化进程不断推进，公司通过高研发投入巩固自身护城河，持续领跑自卸车行业。

■ 盈利预测与投资评级

公司作为非公路自卸车行业的先锋，正处于快速成长期，预计公司 2024-2026 年净利润分别为 7.07/7.99/9.00 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 5/5/4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济波动风险，行业竞争加剧风险，海外业务发展不及预期风险。

市场数据

收盘价(元)	8.40
一年最低/最高价	6.95/11.78
市净率(倍)	1.47
流通 A 股市值(百万元)	1,892.51
总市值(百万元)	3,801.21

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.73
资产负债率(% ,LF)	57.29
总股本(百万股)	452.52
流通 A 股(百万股)	225.30

相关研究

内容目录

1. 非公路运输设备高新技术先锋，非公路宽体自卸车行业开创者	4
1.1. 专精非公路运输行业，开拓智能技术研发.....	4
1.2. 公司股权结构稳定，管理团队专业高效.....	4
1.3. 公司产品逐步丰富，非公路宽体自卸车行业领先.....	5
1.4. 公司营收稳步增长，研发领域稳中有进.....	6
2. 非公路宽体自卸车需求扩张，露天煤矿为主要下游市场	7
2.1 非公路宽体自卸车具有替代优势，行业竞争较为激烈.....	7
2.2 非宽体自卸车主要应用于露天煤矿开采等领域.....	10
3. 生产管理先进，研发投入增长，海外市场拓展空间大	13
3.1 采用三维 CAPP 系统进行生产管理.....	13
3.2 研发投入增加，向新能源和智能化方向发展.....	13
3.3 海外扩展广泛，主动适应“一带一路”政策.....	14
4. 盈利预测与投资建议	15
5. 风险提示	17

图表目录

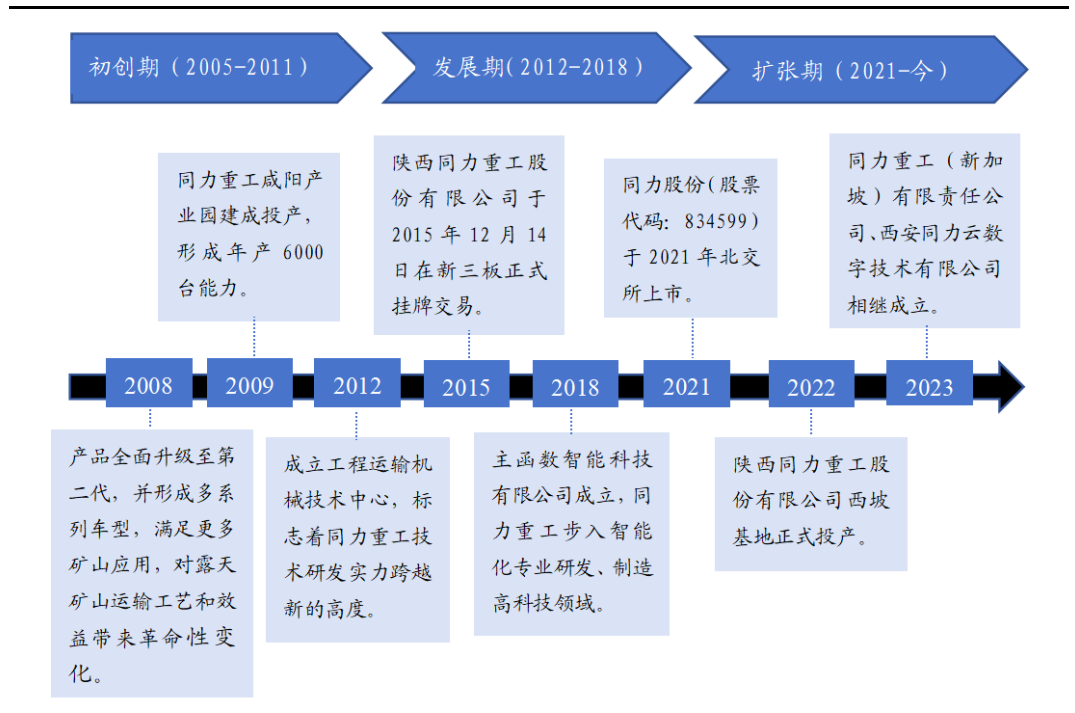
图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司股权结构 (截至 2024 年一季度)	5
图 3:	2023 年营业收入 58.60 亿元, 同比+12.67%.....	6
图 4:	2023 年归母净利润 6.15 亿元, 同比+31.82%.....	6
图 5:	2018-2023 年公司销售毛利率与销售净利率情况 (%)	7
图 6:	公司期间费用维持稳定, 2023 年期间费用率为 8.82%	7
图 7:	非宽体自卸车行业市场规模逐步扩大.....	9
图 8:	非宽体自卸车中国市场销售向好.....	9
图 9:	非公路宽体自卸车产业链.....	11
图 10:	2023 年下游矿山开采占比 78.82%	11
图 11:	中国与世界煤炭消费量对比.....	12
图 12:	中国与世界煤炭生产量对比.....	12
图 13:	2023 年下半年至今煤炭价格在 700 元/吨小幅波动	12
图 14:	三维 CAPP 系统工艺示例.....	13
图 15:	公司研发费用逐年增加, 2023 年研发投入 1.03 亿元.....	14
图 16:	2023 年海外收入 9.81 亿元, 呈逐年增长态势.....	15
图 17:	国外业务利润空间大, 海外业务毛利率逐年增长.....	15
表 1:	公司产品简介.....	5
表 2:	自卸车产品对比情况.....	8
表 3:	公司产品简介.....	10
表 4:	盈利预测 (单位: 百万元、%)	16
表 5:	可比公司估值表.....	17

1. 非公路运输设备高新技术先锋，非公路宽体自卸车行业开创者

1.1. 专精非公路运输行业，开拓智能技术研发

陕西同力股份有限公司于 2005 年设立，专精于非公路运输设备行业，其中非公路宽体自卸车处于行业领先，并逐步开展其他公路运输类型设备。公司发展主要经历初期（2005-2011）、发展期（2012-2018）、扩张期（2021-至今）三个阶段，并于 2015 年 12 月 14 日在新三板正式挂牌交易，2021 年北交所上市，目前同力股份已经步入智能化专业研发、制造高科技领域阶段。

图1：公司发展历程

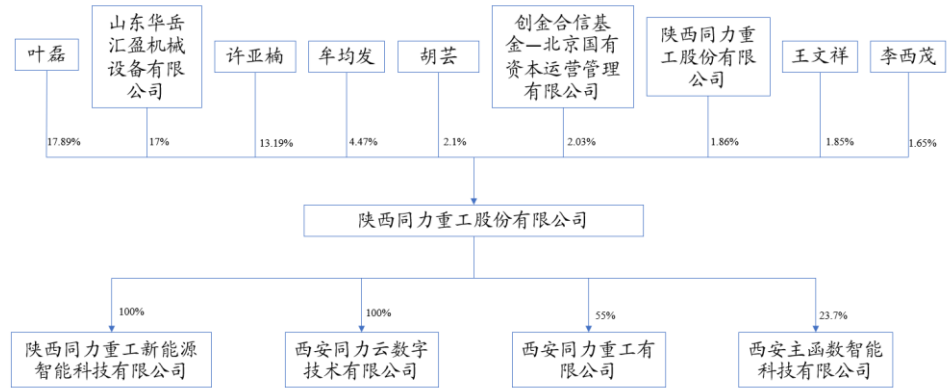


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，管理团队专业高效

截至 2024 年一季度，公司董事长叶磊持有 17.89% 的股份，为公司第一大股东、最终受益人；山东华岳汇盈机械设备有限公司持有 17.00% 股份，为公司第二大股东；许亚楠为公司总经理，直接持有 13.19% 的股份，为公司第三大股东。前三大股东合计持股 48.08%，长期持股较为稳定。公司加强“三会”制度（股东大会、董事会、监事会），以更加完善的公司治理结构防范无实际控制人的相关风险，实现稳健发展。

图2: 公司股权结构 (截至 2024 年一季度)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 公司产品逐步丰富, 非公路宽体自卸车行业领先

公司主要产品为非公路宽体自卸车、非公路矿用自卸车、坑道车、非公路洒水车、桥梁运输车等, 其中非公路宽体自卸车产品主要为 TL87 系列、TL85 系列、TL88 系列, 2023 年宽体自卸车收入占主营业务收入比例 92.95%, 并呈逐年上升态势, 具有购置和运营成本低, 安全性、可靠性高等优势, 广泛运用于大型化、规模化的露天矿山等。

表1: 公司产品简介

产品系列	示意图	产品用途
TL87 系列非公路宽体自卸车		适用于大中型露天矿山场地运输的高效运输设备
TL85 系列非公路宽体自卸车		适用于大中型露天矿山场地运输的高效运输设备
TL88 系列非公路宽体自卸车		适用于大型化、规模化的露天矿山等物料的转运
非公路矿用自卸车		适用于各大型露天矿山的开采运输
坑道车		适用于井采矿山坡道运输的专用设备

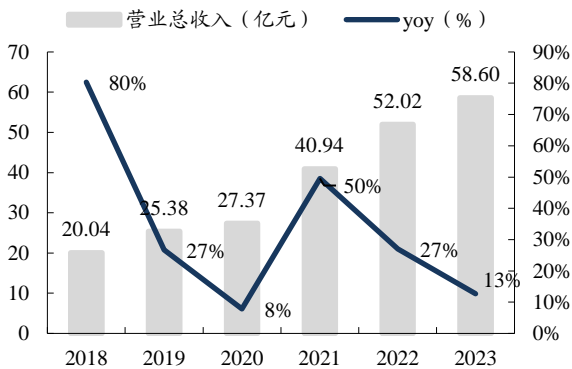
<p>工程洒水车</p>		<p>适应于各大型露天矿山洒水</p>
<p>桥梁运输车</p>		<p>适用于公路、铁路、城际轻轨等桥梁架设和运输的专用工程设备</p>

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.4. 公司营收稳步增长，研发领域稳中有进

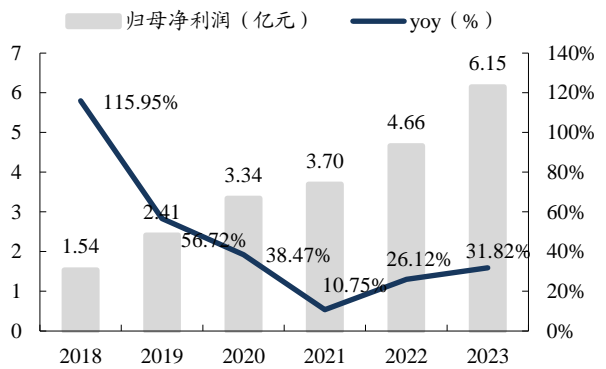
公司营收稳健增长，配件销售及维修服务逐步开展。(1)在业绩方面，公司营业总收入从2018年20.04亿元稳步增长至2023年58.60亿元，归母净利润从2018年1.54亿元增长至2023年6.15亿元，主要受益于煤炭市场需求旺盛，国家批复露天煤矿快速大幅扩产，从而促进公司产品国内销售大幅增加，同时海外市场销售也大幅增长。(2)业务构成上，主营业务非公路宽体自卸车占比较大，2023年非公路宽体自卸车实现收入54.47亿元，较2022年同比+10.91%，收入占比92.95%。配件销售收入为2.36亿元，同比+56.88%，随着近几年销售的增长，客户对维修和保养配件的需求随之增长，从而使得公司配件销售收入大幅增长，但由于占比较小，收入增长原因主要来源于主营业务增长。

图3：2023年营业收入58.60亿元，同比+12.67%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

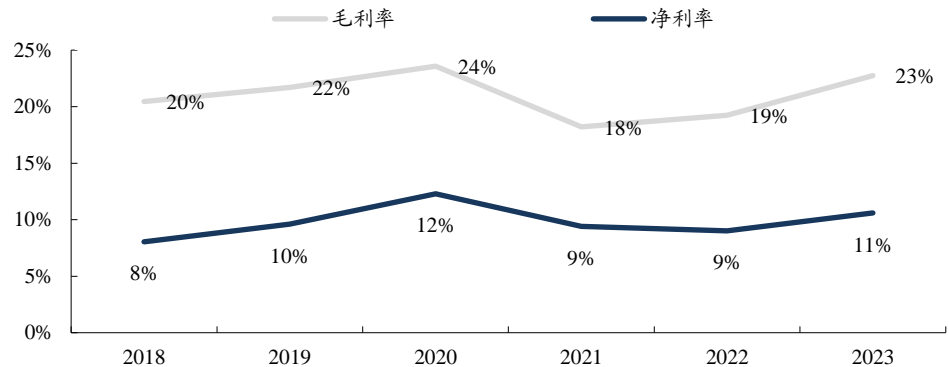
图4：2023年归母净利润6.15亿元，同比+31.82%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利方面，2018-2023年整体毛利率和净利率稳中有升，2021年利润率略有下滑，主要原因是上游钢材等价格大幅上涨导致公司原材料和零部件成本大幅上涨。2022、2023年在生产方面公司主营业务非公路宽体自卸车产能得到释放，在销售方面公司继续拓宽海外市场，在研发方面继续朝着大型化、新能源方向前进，抢占新能源市场，同时自卸车行业景气，需求旺盛，共同拓宽公司盈利空间，公司毛利率和净利率持续上升。

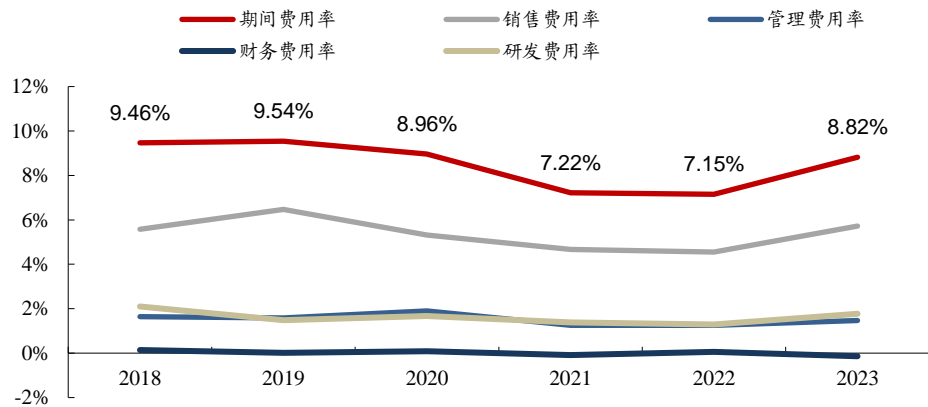
图5：2018-2023 年公司销售毛利率与销售净利率情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司期间费用控制稳定。2019-2022 年销售费用率下降，主要原因在于随着煤炭等行业的复苏繁荣产品需求大增，经营规模效应逐步体现，人员固定薪酬、折旧等固定费用支出增幅小于营业收入增幅。研发投入平稳增长，研发水平保持行业龙头地位。2023 年研发支出为 1.03 亿元，同比+54.20%，再创历史新高。

图6：公司期间费用维持稳定，2023 年期间费用率为 8.82%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 非公路宽体自卸车需求扩张，露天煤矿为主要下游市场

2.1 非公路宽体自卸车具有替代优势，行业竞争较为激烈

根据产品所基于的不同技术平台和运用范畴，自卸车行业可进一步细分为公路自卸车和非公路自卸车。

(1) 公路自卸车：是指采用公路重卡底盘改装而成的自卸车。公路自卸车采用传

统的批量化、定型化生产模式，制造成本及售价相对较低。公路自卸车属于土方机械范畴、归属汽车领域管理，按照公路法规及标准设计制造，须满足汽车相关规范和限制，从而存在工况适应性弱、爬坡能力不足、横向稳定性及安全性差、装载量小、运营效率低等劣势。

(2) 非公路自卸车：是指外廓尺寸、轴荷和质量等特征不允许在公路上行驶的，在非公路工况中作业的自卸车。该产品可进一步细分为**非公路矿用自卸车**和**非公路宽体自卸车**两类。

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

非公路宽体自卸车：结合了公路重卡和工程机械技术基础进行系统设计制造的自卸车，一般采用栓接式车架，有效载荷为 20t-80t 之间，属于我国工程机械行业的新兴产品。非公路宽体自卸车定位于露天场地物料转运行业，主要需求来自于用户对该类产品的购置和运营成本、安全性、可靠性、售后服务便捷及时性的综合考量。

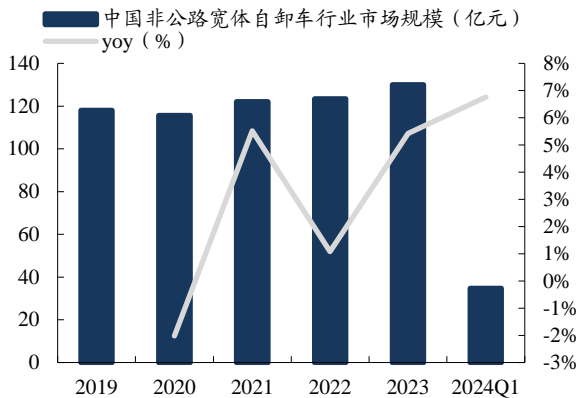
表2：自卸车产品对比情况

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

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

我国非公路宽体自卸车行业市场规模逐步扩大。根据中国工程机械工业协会数据统计，2023 年中国非公路宽体自卸车行业市场规模达到 130.03 亿元，同比增长 5.42%；2021 年国内非宽体自卸车销售规模 18196 台，同比增长 59.6%。

图7：非宽体自卸车行业市场规模逐步扩大



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图8：非宽体自卸车中国市场销售向好



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

非公路宽体自卸车市场的发展空间很大，其市场容量和市场规模的增长主要源自三方面：**增量市场、存量替代和出口增长。**

(1) 增量市场：我国国民经济处在高速发展时期，基础设施建设规模不断扩大，能源项目、水利工程项目发展迅速，导致工程运输总量增长，自卸类产品市场需求总量持续增长，这些因素将带动非公路宽体自卸车市场增长。其中由于非公路宽体自卸车是主要根据矿山、水利水电工程等特定工况条件设计专门用于该等工况的产品，市场总量增长中非公路宽体自卸车市场增长速度将明显高于其他自卸类产品增长速度。

(2) 存量替代：长期以来国内露天矿山和水利水电工程等所用产品比较杂乱，大型矿山采用的模式主要是进口大型非公路矿用自卸车，辅助专用的大型配套设备，但这种模式投资巨大，灵活性差，运行和维护成本巨大，很难推广到中小型矿山。对于中小型矿山和水利水电项目，目前国内大都采用公路自卸车运输方式，但公路自卸车车辆装载量小，爬坡能力不足，车辆横向稳定性、可靠性和安全性差，而非公路宽体自卸车综合了非公路矿用自卸车和公路自卸车的优势，针对矿山、水利水电工程的实际工况条件专业打造，因而不但具备了良好的适用性和安全性，而且经济性优势明显，具有明显的替代优势。

(3) 出口增长：基于非公路宽体自卸车良好的适应性和经济性，在国外对于工业发展需求大的国家存在相当大的市场需求。目前我国已经有部分非公路宽体自卸车出口到中东、非洲、中亚、东南亚等地区，随着非公路宽体自卸车在国际上的认同度逐步提升，我国非公路宽体自卸车将迎来较大的出口量。

我国非公路自卸车行业发展前景良好，市场规模不断扩大，市场竞争日趋激烈，形成了以同力股份、临工重机、徐州徐工、常州柳工、山东蓬翔、三一重装、北方股份为主的企业竞争格局。

表3: 公司产品简介

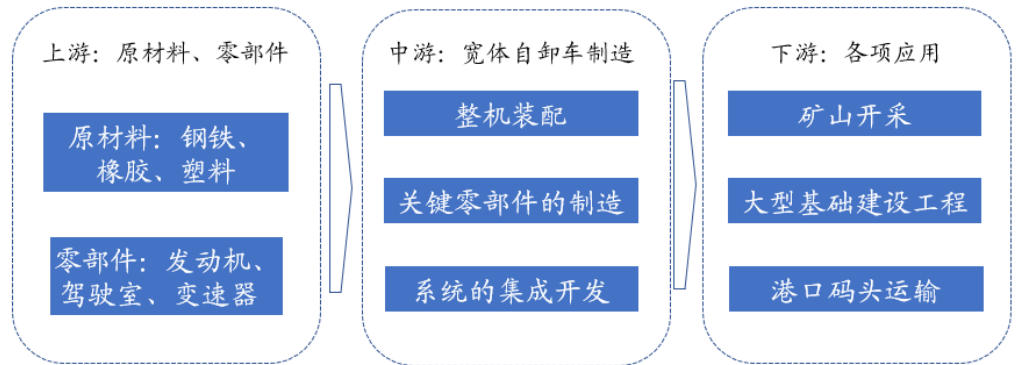
公司	公司简介	主要产品
临工重机	临工集团济南重机有限公司由临工集团投资兴建，位于济南市高新区，主要聚焦于矿山运输设备行业，主要产品有全系列剪刀式、臂式高空作业机械、全系列宽体矿车、凿岩钻机、井下铲运机、叉装车等 100 多个品种系列。	CMT66、CMT86、CMT96、CMT106、MT50、MT60、MT86、MT95、MT105 等非公路自卸车产品
徐州徐工	徐州徐工汽车制造有限公司是徐工集团全资的重型卡车制造企业，位于徐州	牵引车、载货车、公路自卸车、随车吊、搅拌车、非公路自卸车、新能源等，主要生产 50 吨、70 吨、80 吨、90 吨级非公路自卸车
常州柳工	柳工（常州）矿山机械有限公司是柳工的控股子公司，经营范围为矿山机械设备及其配件的研发、设计、制造、加工、销售、租赁、维修、售后服务和技术服务、技术咨询、技术转让；矿山机械设备及其配件的收购与再制造；自营和代理各类商品及技术的进出口业务等	非公路自卸车 DR50C、DW90A
山东蓬翔	山东蓬翔汽车有限公司由一汽山东汽车改装厂改制而成，是由吉林东光集团有限公司、一汽资产经营管理有限责任公司和公司经营管理层三方出资组建的有限责任公司，公司位于蓬莱市	专用车、中重型卡车桥、液压件和卡车车架，专用车产品有半挂车、公路自卸车、厢式车、非公路自卸车等四个系列 130 多个品种，非公路宽体自卸车主要产品系列有 PX90、PX75、PX65、PX45
三一重装	三一重型装备有限公司是三一集团控制的公司，主要从事研发、生产大型煤炭机械综合成套设备制造业。公司产品有综掘、综采、矿用车辆、电机等	自卸车方面主要包含机械传动矿用自卸车、电传动矿用自卸车、非公路宽体自卸车，非公路矿用自卸车主要有 SRT45、SRT55D、SRT95C，非公路宽体自卸车主要有 SKT90S
北方股份	内蒙古北方重型汽车股份有限公司位于内蒙古自治区包头市稀土高新区，是我国专业从事非公路矿用车及其零部件研发、生产和销售的企业，公司于 1988 年由中外合资组建成立，现为中国兵器工业集团旗下 A 股上市公司	TR 系列载重 25-91 吨机械传动非公路矿用车（含矿用洒水车）、NTE 系列和 MT 系列载重 110-360 吨电轮非公路矿用车

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.2 非宽体自卸车主要应用于露天煤矿开采等领域

从产业链来看，上游为原材料及零部件的供应环节，主要涉及钢铁、橡胶、塑料等原材料和发动机、驾驶室、变速器等关键零部件；中游主体为宽体自卸车制造商，主要进行整机装配、关键零部件的制造和系统的集成开发；下游应用领域包括但不限于矿山开采、大型基础建设工程、港口码头运输领域。

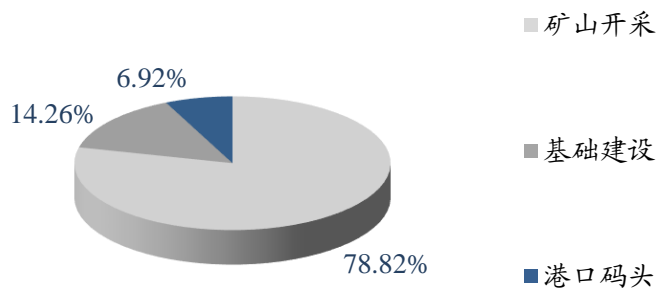
图9：非公路宽体自卸车产业链



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

我国非公路宽体自卸车主要应用于矿山开采、大型基建领域以及大型水电工程领域。从应用领域来看，矿山开采为非公路宽体自卸车最大的应用领域，2022年占比为78.82%；其次为基础建设领域，应用占比为14.26%；排名第三的是港口码头领域，应用占比为6.92%。在矿山作业中，宽体自卸车主要用于运输矿石、废石等物料，其强大的承载能力和适应恶劣环境的能力使其成为矿山开采中不可或缺的运输工具。矿山开采主要用于露天煤矿的开采，露天煤矿的开采需要大量的运输设备来运输煤炭和其他物料，而且露天煤矿通常具有地势平坦、运输距离短、运输量大等特点，这些特点使得宽体自卸车能够充分发挥其高效、快速、稳定的运输优势。

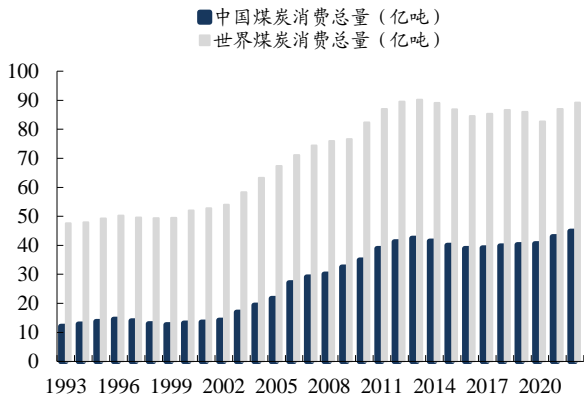
图10：2023年下游矿山开采占比78.82%



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

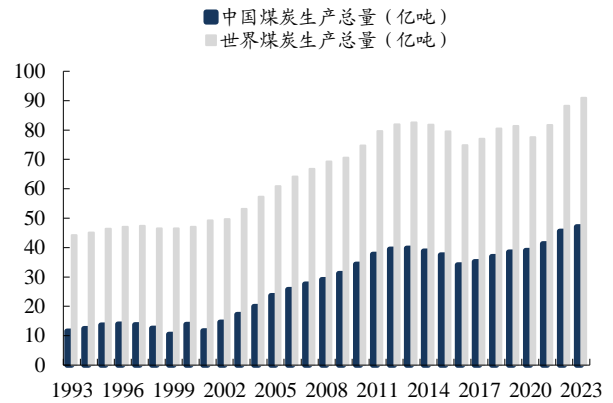
煤炭作为我国能源需求的重要基石，有力支撑了我国国民经济和社会平稳较快发展。中国“富煤、贫油、少气”的地质条件决定了煤炭作为基础能源的战略地位，我国煤炭每年的生产及消费总量都占世界约50%的水平，并且我国煤炭的生产和消费总量呈逐年增长的态势，我国以煤炭为主的一次能源消费结构格局将长期存在。

图11: 中国与世界煤炭消费量对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

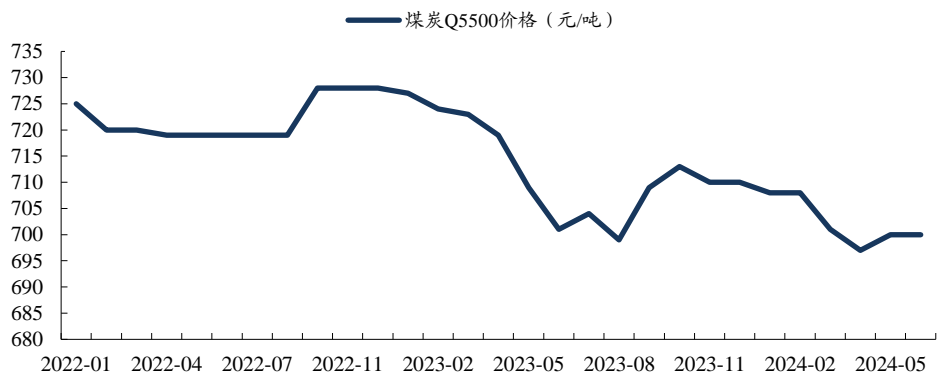
图12: 中国与世界煤炭生产量对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

煤炭价格目前稳定, 需求向好。在 2023 年 5 月开始, 煤炭 Q5500 维持在 700 元/吨, 逐步趋于稳定, 在我国煤炭消费逐步增长的态势下, 煤炭的消费总额呈增长趋势, 下游煤炭需求向好。

图13: 2023 年下半年至今煤炭价格在 700 元/吨小幅波动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

煤炭露天开采产量逐年增加, 下游煤炭需求上升拉动非公路宽体自卸车行业增长。2016 年 12 月国家能源局印发《煤炭工业发展“十三五”规划》明确提出“以提高质量和效益为核心, 发展工艺先进、生产效率高、资源利用率高、安全保障能力强、环境保护水平高、单位产品能源消耗低的先进产能, 保障煤炭长期稳定供应; 创新煤矿设计理念, 采用高新技术和先进适用技术装备, 重点建设露天煤矿、特大型和大型井工煤矿。”根据中国煤炭工业协会于《露天煤矿高质量发展指导意见》, 目标到“十四五”末露天开采产量占全国煤炭总产量 25%以上, 到“十五五”末露天开采产量占全国煤炭总产量 30%以上。目前来看, 国内露天煤矿渗透率在 23%左右, 离政策目标还有较大提升的空间, 煤矿开

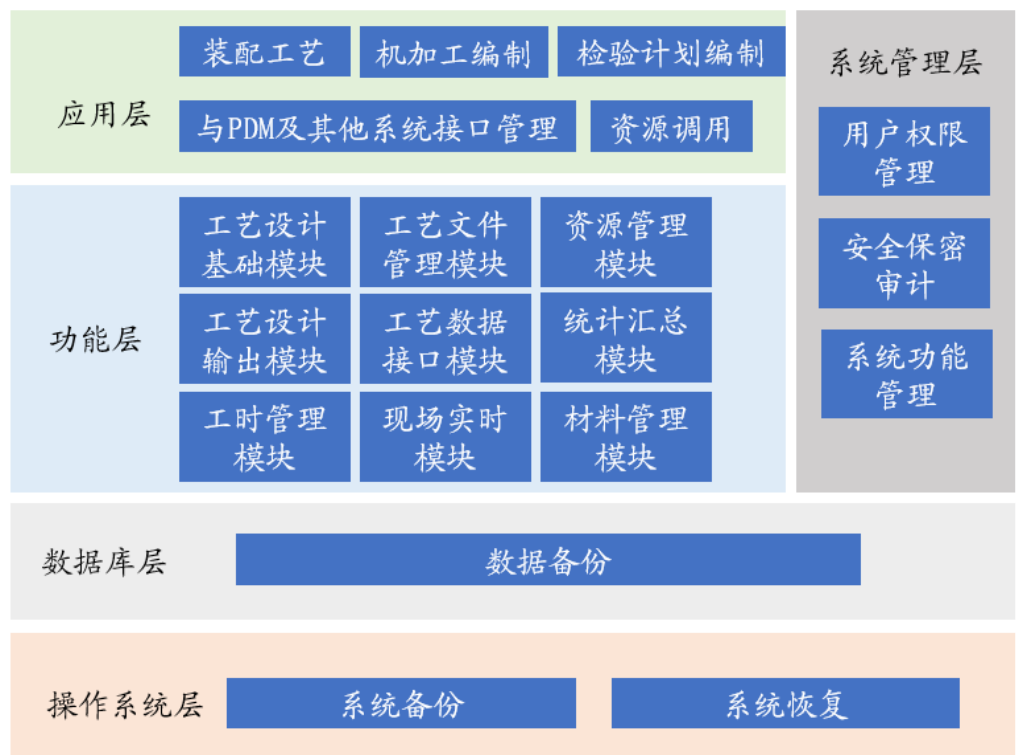
采量提升有望推动非公路宽体自卸车行业增长。

3. 生产管理先进，研发投入增长，海外市场拓展空间大

3.1 采用三维 CAPP 系统进行生产管理

公司通过数十年工艺技术经验积累及技术改造，已建立了先进的非公路宽体自卸车工艺体系，从工艺管理、关键零部件制造、整机装配、检测试验都处于国内行业领先水平，满足多品种小批量大批次的柔性生产需求。1) 工艺管理方面，应用先进的三维 CAPP 系统，实现可视化装配工艺展示，推广标准化作业流程，实现量定结合模式下的高质量批量生产。2) 关键零部件方面，公司采用先进的数字化冲孔设备及合梁工艺装备，建立了车架装配流水线及关键工序质量控制点，保证车架的质量及加工精度要求。3) 整机装配方面，实行柔性化、专业化、科学先进的装配流水线作业，装配线配置有信息化终端，指导各道装配工序。4) 检测试验方面，公司建有环形试车跑道，并拥有 VBOX 整车性能测试系统、电子数字角度仪、升级计等行业一流的检测设备，这些设备对整车出厂前进行有效检测，能有效保证产品品质。

图14：三维 CAPP 系统工艺示例



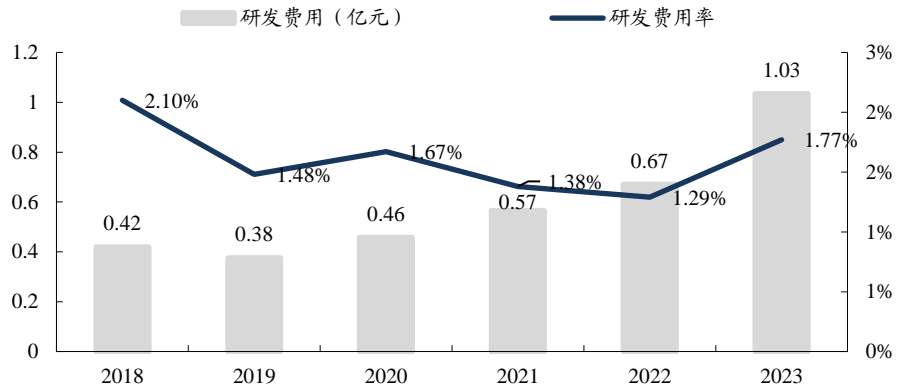
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3.2 研发投入增加，向新能源和智能化方向发展

研发投入逐年增加，2023 年研发投入 1.03 亿元，研发费用率 1.77%。公司拥有省

级企业技术中心及实验室，专门从事非公路宽体自卸车及相关产品的基础研究、产品开发和技術管理，具备从市场研究、产品策划、总体设计、工业设计、工程设计、设计验证到产品实现的全过程自主开发能力，根据整体设计需要，结合非公路宽体自卸车特殊的工况适应性要求，通过自主研发及联合设计等多种方式，投入大量资源开展专项技术研究，形成了多项专有知识产权，截至 2021 年末，公司拥有 110 项专利，其中发明专利 15 项。

图15：公司研发费用逐年增加，2023 年研发投入 1.03 亿元



数据来源：Wind 金融终端，东吴证券研究所

公司正在研发新能源矿用自卸车，包括纯电矿用自卸车、甲醇矿用自卸车和氢能矿用自卸车领域，与环保政策、绿色矿山和智能矿山需求保持同步。公司自 2014 年便开始研发新能源相关产品，曾经在增程技术，混联技术，分布式混合驱动技术，纯电技术，氢燃料电池技术等几乎所有的电动化技术方面进行尝试，并形成了最完善、最全面的技术积累。未来，公司会根据市场需求优化技术路线进行产品的设计和推广。

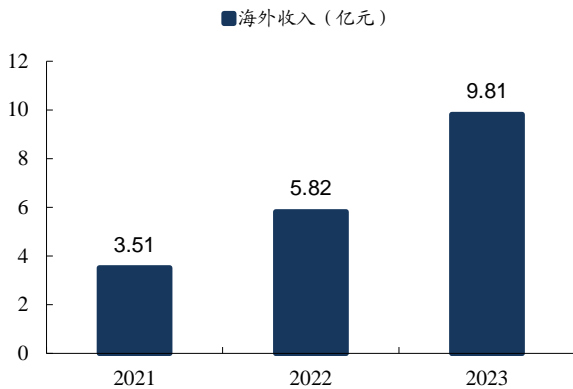
在智能化方面，公司已经逐步完成了从产品设计到产品制造的信息化过程，并快速布局产品制造的智能化。在产品端，公司是国内较早介入非公路矿山无人驾驶的企业，专门成立了研发无人驾驶技术的子公司“主函数”，专门对非公路宽体自卸车无人驾驶技术进行创新布局，同时，公司也是国内提供可被远程无人化操控的线控非公路宽体自卸车最多的企业，其无人驾驶产品已经在矿山成组安全运行。

3.3 海外扩展广泛，主动适应“一带一路”政策

公司海外收入近三年大幅增长，2023 年海外收入 9.81 亿元，同比增长 68.56%。海外业务利润空间大，2023 年公司海外业务毛利率 32.99%，高于国内业务毛利率。海外市场相比国内市场而言，正处于开发阶段，海外产品需求火热，众多国家基建需求量大，比如印度尼西亚、外蒙古、印度、东南亚国家（如越南、菲律宾、马来西亚）、非洲和南

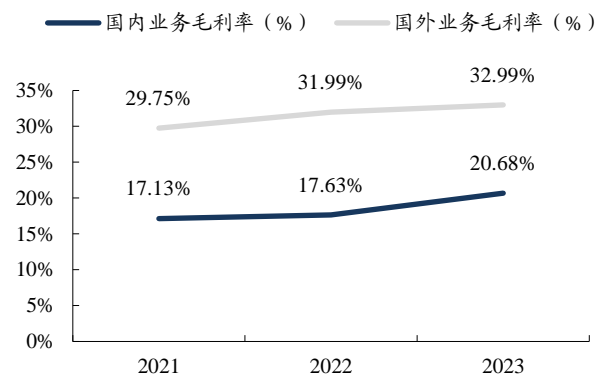
美地区等。目前煤炭海外市场中，海外使用场景更加广泛，部分地区没有国内道路车辆法规的限制，这让产品得使用场景和运输距离大幅拓展，对于非宽体自卸车行业出口利好。在国家的大力倡导下，中国与周边以及世界上很多国家达成了“一带一路”合作共识，这带动了非宽体自卸车行业“走出去”的发展思维转变，海外市场的需求在不断的释放，未来海外市场的空间仍然十分广阔。

图16: 2023年海外收入9.81亿元，呈逐年增长态势



数据来源: Wind 金融终端, 东吴证券研究所

图17: 国外业务利润空间大, 海外业务毛利率逐年增长



数据来源: Wind 金融终端, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

1. 核心假设:

自卸车: 考虑到我国矿山事业与基础设施建设稳健增长, 公司市占率持续提高, 假设2024-2026年自卸车产品营收增速分别为10.0%、12.0%和12.0%, 毛利率分别为22.0%、22.0%和22.0%。

维修: 考虑到市场上存量车保有量不断提高, 维修业务需求同步提升, 假设2024-2026年维修业务营收增速分别为10.0%、10.0%和10.0%, 毛利率分别为75.0%、75.0%和75.0%。

配件: 考虑到市场上存量车保有量不断提高, 配件需求同步提升, 假设2024-2026年配件业务营收增速分别为10.0%、10.0%和10.0%, 毛利率分别为35.0%、35.0%和35.0%。

2. 盈利预测:

我们根据公司发展规划以及前3年主营业务收入增长趋势预测2024-2026年公司营收及毛利率, 具体如下:

表4: 盈利预测 (单位: 百万元、%)

百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,860.35	6,434.01	7,184.88	8,025.21
YOY	12.67%	9.79%	11.67%	11.70%
营业总成本	4,527.48	4,968.67	5,547.87	6,196.21
毛利	1,332.88	1,465.34	1,637.01	1,829.00
毛利率 (%)	22.74%	22.77%	22.78%	22.79%
自卸车				
收入	5,447.17	5,991.89	6,710.92	7,516.23
YOY	10.91%	10.00%	12.00%	12.00%
成本	4,244.83	4,673.67	5,234.51	5,862.66
毛利	1,202.34	1,318.22	1,476.40	1,653.57
毛利率 (%)	22.07%	22.00%	22.00%	22.00%
维修				
收入	53.01	58.31	64.15	70.56
YOY	141.42%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	13.48	14.58	16.04	17.64
毛利	39.54	43.74	48.11	52.92
毛利率 (%)	74.58%	75.00%	75.00%	75.00%
配件				
收入	236.41	260.05	286.06	314.66
YOY	56.88%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	152.41	169.03	185.94	204.53
毛利	84.00	91.02	100.12	110.13
毛利率 (%)	35.53%	35.00%	35.00%	35.00%
其他收入				
收入	123.76	123.76	123.76	123.76
YOY	5.29%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	116.76	111.38	111.38	111.38
毛利	7.00	12.38	12.38	12.38
毛利率 (%)	5.66%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

可比公司方面, 公司主营产品可分类为矿山机械与工程机械, 因此选取与公司商业模式相近的中联重科 (000157.SZ)、柳工 (000528.SZ)、徐工机械 (000425.SZ) 作为可比公司。2024-2026 年可比公司 PE 均值为 12/9/7, 公司估值水平低于可比公司估值水平。

表5: 可比公司估值表

2024/7/26		货币	收盘价 (LC)	市值 (亿)	归母净利润 (亿元)				PE			
股票代码	公司				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
000157.SZ	中联重科	CNY	6.6	529	35.06	45.06	56.27	68.81	15	12	9	8
000528.SZ	柳工	CNY	9.3	185	8.68	14.56	19.38	27.28	21	13	10	7
000425.SZ	徐工机械	CNY	6.3	748	53.26	66.72	88.21	117.11	14	11	8	6
平均									17	12	9	7
834599.BJ	同力股份	CNY	8.4	38	6.15	7.07	7.99	9	6	5	5	4

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 以上公司盈利预测均来自东吴证券研究所)

3. 投资建议

同力股份作为自卸车装备先锋, 技术在同行业当中处于领先地位。此外, 公司还不断开发新品, 扩充产品应用领域, 且相较于同行业估值处于较低水平。综合考虑下, 我们认为公司正处于快速增长期, 预计公司 2024-2026 年净利润分别为 7.07/7.99/9.00 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 5/5/4 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 宏观经济波动风险:** 自卸车行业下游包括矿山行业以及基建行业, 矿山开发与基建投资受宏观经济影响。若宏观经济波动, 下游行业资本开支不及预期, 可能导致公司业绩不及预期。
- 行业竞争加剧的风险:** 公司在自卸车行业处于领先地位, 但行业内玩家众多, 若公司不能保持竞争优势和核心竞争力, 将影响公司未来的业绩增长。
- 海外业务发展不及预期:** 公司自卸车产品出口正处在上升发展阶段, 若海外市场拓展不及预期, 可能影响公司未来业绩增长。

同力股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,777	6,683	7,029	9,159	营业总收入	5,860	6,434	7,185	8,025
货币资金及交易性金融资产	931	2,140	2,188	3,571	营业成本(含金融类)	4,527	4,969	5,548	6,196
经营性应收款项	3,089	3,333	3,831	4,170	税金及附加	21	23	25	28
存货	666	1,129	875	1,363	销售费用	335	354	395	441
合同资产	0	0	0	0	管理费用	86	97	108	120
其他流动资产	92	81	136	55	研发费用	103	109	122	136
非流动资产	945	875	845	813	财务费用	(8)	(4)	(5)	(5)
长期股权投资	26	26	26	26	加:其他收益	24	13	14	16
固定资产及使用权资产	681	651	619	587	投资净收益	17	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	110	110	110	110	减值损失	(130)	(78)	(76)	(76)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	711	822	930	1,048
其他非流动资产	128	88	90	90	营业外净收支	3	(1)	(3)	(3)
资产总计	5,722	7,557	7,875	9,972	利润总额	713	821	927	1,045
流动负债	3,088	4,199	3,704	4,863	减:所得税	92	107	121	136
短期借款及一年内到期的非流动负债	87	107	127	147	净利润	621	714	807	909
经营性应付款项	1,511	2,548	1,989	3,078	减:少数股东损益	6	7	8	9
合同负债	69	99	111	124	归属母公司净利润	615	707	799	900
其他流动负债	1,421	1,445	1,477	1,514	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.36	1.56	1.77	1.99
非流动负债	133	113	88	88	EBIT	682	944	1,047	1,165
长期借款	32	32	32	32	EBITDA	783	994	1,099	1,217
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.74	22.77	22.78	22.79
租赁负债	49	29	4	4	归母净利率(%)	10.49	10.99	11.12	11.21
其他非流动负债	52	52	52	52	收入增长率(%)	12.67	9.79	11.67	11.70
负债合计	3,221	4,312	3,792	4,950	归母净利润增长率(%)	31.82	15.01	12.98	12.66
归属母公司股东权益	2,466	3,203	4,032	4,962					
少数股东权益	35	42	51	60					
所有者权益合计	2,501	3,245	4,082	5,021					
负债和股东权益	5,722	7,557	7,875	9,972					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	277	1,231	117	1,426	每股净资产(元)	5.45	7.08	8.91	10.96
投资活动现金流	(63)	(21)	(63)	(61)	最新发行在外股份(百万股)	453	453	453	453
筹资活动现金流	(172)	(1)	(6)	18	ROIC(%)	23.74	27.00	23.79	21.45
现金净增加额	42	1,210	47	1,383	ROE-摊薄(%)	24.93	22.07	19.81	18.14
折旧和摊销	102	50	52	53	资产负债率(%)	56.29	57.06	48.16	49.65
资本开支	(66)	(21)	(23)	(23)	P/E(现价&最新股本摊薄)	6.18	5.38	4.76	4.22
营运资本变动	(520)	387	(822)	383	P/B(现价)	1.54	1.19	0.94	0.77

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>