

同力日升（605286）深度研究

# 电梯部件制造领先者，新能源行业新星

2024年10月11日

## 【投资要点】

- ◆ **电梯部件制造领先者，业绩高速增长。**同力日升作为电梯部件制造行业领先者，2024H1 营收达 13.26 亿元，yoy+28.81%；公司归母净利润在 2019 至 2022 年基本保持平稳，2023 年归母净利润达 2.1 亿元，yoy+50.46%，2024H1 归母净利润达 1.23 亿元，yoy+65.24%。公司业绩在多年平稳后于 2023、2024H1 均迎来高速增长。
- ◆ **电梯存量替换需求高增，同力日升有望受益。**电梯部件制造行业受电梯终端需求量影响较大，自 2021 年以来房地产行业发展减缓，电梯产量有所波动。**新建地产整机需求放缓，但存量替换需求高增**，2023 年预计运行 15 年以上的老旧电梯超过 80 万台，随着存量电梯逐步进入替换周期，公司深耕电梯部件制造行业多年，是电梯零部件领先者，世界一线品牌供应商，有望充分受益。
- ◆ **储能市场景气向上，子公司技术领先订单丰富。**我国风光发电近年来高速发展，子公司天启鸿源在新能源电站开发及储能系统集成领域不断成长，已建立三大竞争优势：1) 竞争优势一：电站业务&储能业务大量签订协议，获取项目能力出众；2) 竞争优势二：核心人员有超十年新能源行业经验，技术优势显著；3) 竞争优势三：创新引领储能产品研发，大幅降低电池后期容量衰减率。天启鸿源的新能源业务有望显著增强公司的整体盈利能力。

## 【投资建议】

- ◆ **盈利预测与投资评级：**同力日升是国内电梯零部件领先者，且有望打造新能源电站与储能领先者，未来有望充分受益于：1) 围绕双碳目标和新型电力系统建设，新能源电站与储能行业快速发展；2) 老旧电梯更新改造需求持续增长。我们预计公司 2024-2026 年营收为 31.83/36.87/41.41 亿元，同比增长 31%/16%/12%；归母净利润为 3.05/4.20/4.98 亿元，同比增长 41%/38%/18%。当前股价对应 24 年 PE13.99x，可比公司平均 24 年 PE 为 32.59X，考虑到公司主业电梯业务较为平稳，相对增长空间不足，我们给予公司 24 年 20 倍 PE，目标价 36.40 元，时间周期为六个月。**首次覆盖，我们给予“买入”评级。**

东方财富证券  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（首次）

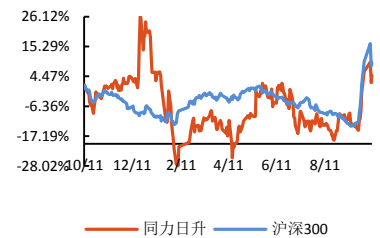
目标价：36.4 元

东方财富证券研究所

证券分析师：王昉朝

证书编号：S1160524090005

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值（百万元）	4273.92
流通市值（百万元）	4273.92
52 周最高/最低（元）	34.33/16.60
52 周最高/最低（PE）	30.83/13.07
52 周最高/最低（PB）	3.40/1.74
52 周涨幅（%）	4.82
52 周换手率（%）	432.76

## 相关研究

**盈利预测**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2433.05	3182.56	3687.02	4140.73
增长率(%)	-0.79%	30.81%	15.85%	12.31%
EBITDA（百万元）	326.81	623.70	632.47	733.70
归属母公司净利润（百万元）	217.14	305.49	420.23	497.50
增长率(%)	50.46%	40.69%	37.56%	18.39%
EPS（元/股）	1.23	1.82	2.50	2.96
市盈率（P/E）	24.28	13.99	10.17	8.59
市净率（P/B）	2.78	2.03	1.67	1.38
EV/EBITDA	14.48	4.52	3.49	1.99

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**【风险提示】**

原材料价格波动风险。

储能电力市场运行机制风险。

绿电增长速度与储能技术发展不均衡风险。

**【关键假设】**

1) 电梯业务：公司主业电梯业务受地产新开工面积影响较大，自 2022 年起收入有所承压，预计 2024 年仍将略有下滑。考虑到旧房改造创造了部分电梯需求，我们预计公司电梯业务在 2025 后有望迎来小幅增长，预计 2024-2026 年公司电梯业务同比增长-10%/5%/5%。

2) 新能源业务：公司新能源业务在 2023 年基数较低，随着多个生产基地在 2024 年投入使用，我们预计该项收入在 2024 年迎来高增长并在 2025-2026 年维持稳定增长，预计 2024-2026 年同比增长 220%/30%/20%。

**【创新之处】**

1) 我们结合公司历年披露项目获取情况，对未来电站及储能业务收入做了较为合理的推测。

2) 我们对电梯存量替换市场不同情景下需求对公司的收入弹性做了测算。

**【潜在催化】**

1) 政策推动老旧电梯置换。

2) 新建电站需求可能爆发。

## 正文目录

1. 同力日升：电梯部件制造领先者，新能源行业新星 .....	5
1.1. 电梯部件制造领先者，新能源行业新星 .....	5
1.2. 股权结构清晰 .....	7
1.3. 2023&2024H1 年业绩显著增长，盈利能力较强 .....	8
1.4. 同业对比：毛利率处于较高水平，费用率控制良好 .....	9
2. 电梯部件制造：电梯配件领先者，稳定贡献业绩 .....	10
2.1. 电梯存量替换需求高增，部件制造行业有望回暖 .....	10
2.2. 同力日升：电梯零部件领先者，世界一线品牌供应商 .....	14
3. 储能/新能源电站行业乘风起，公司技术领先订单丰富 .....	17
3.1. 新能源储能行业下游需求高增，系统集成中技术为核心 .....	17
3.2. 天启鸿源三大竞争优势 .....	21
4. 盈利预测与估值 .....	25
4.1. 盈利预测 .....	25
4.2. 估值 .....	25
5. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	5
图表 2：公司电梯部件业务主要产品一览表 .....	6
图表 3：扶梯主要产品示意图 .....	6
图表 4：直梯主要产品示意图 .....	6
图表 5：子公司天启鸿源主要产品 .....	7
图表 6：公司股权结构图(截至 2024 年半年报) .....	8
图表 7：公司 2019-2023 年营业收入 CAGR 为 12.63% .....	8
图表 8：公司 2019-2023 年归母净利润 CAGR 为 17.46% .....	8
图表 9：2019-2023 年公司收入结构变化图 .....	9
图表 10：2022-2023 分业务营收图-新能源业务实现正增长 .....	9
图表 11：公司毛利率维持在较高水准 .....	9
图表 12：公司各项费用率保持在较低水平 .....	9
图表 13：可比公司毛利率情况（整体毛利率对比） .....	10
图表 14：可比公司销售费用率情况 .....	10
图表 15：可比公司管理费用率情况 .....	10
图表 16：可比公司财务费用率情况 .....	10
图表 17：2019-2024H1 我国房地产开发企业房屋施工面积 .....	11
图表 18：2019-2024H1 我国电梯产量情况 .....	11
图表 19：2019-2023 年我国电梯行业新建地产整机需求量 .....	12
图表 20：2019-2023 年我国电梯行业存量电梯替换量 .....	12
图表 21：电梯部件行业产业链 .....	12
图表 22：电梯行业相关政策汇总 .....	13
图表 23：全国各省市对加装电梯给予补贴支持 .....	13
图表 24：公司 2023 年分业务营收占比 .....	14
图表 25：公司 2023 年营收分区域占比 .....	14
图表 26：2023 年各区域贡献毛利占比 .....	14
图表 27：子公司各司其职，产品矩阵丰富 .....	15

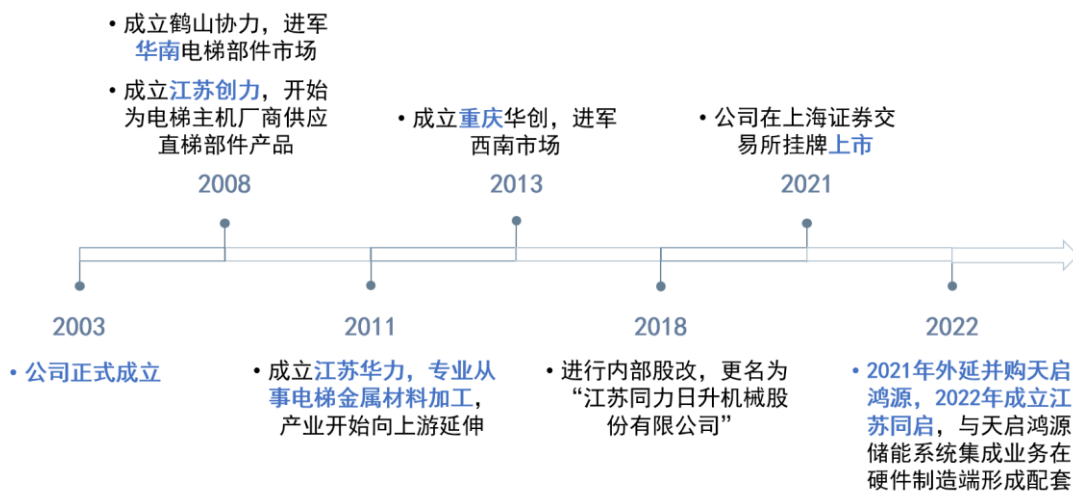
图表 28: 海内外较多知名电梯厂商均为公司客户（招股书数据） .....	16
图表 29: 近年来全社会用电量逐年上升 .....	17
图表 30: 2019-2023 年全国发电装机容量结构分布情况 .....	17
图表 31: 2019-2024H1 我国累计风光发电装机量 .....	18
图表 32: 2022-2024H1 我国新型储能项目累计装机规模 .....	18
图表 33: 2024 年上半年部分省份发布储能项目清单规模 .....	18
图表 34: 3S 协同作战，确保储能系统安全高效运行 .....	19
图表 35: 电化学储能产业链 .....	19
图表 36: 储能行业相关政策汇总 .....	20
图表 37: 天启鸿源代表储能产品及其特点 .....	21
图表 38: 天启鸿源新能源业务主要项目情况 .....	22
图表 39: 智能组串式储能解决方案与传统集中式储能解决方案差异一览表	23
图表 40: 天启鸿源部分新能源电站+储能项目情况 .....	24
图表 41: 天启鸿源世行肯尼亚微电网项目在肯尼亚举行项目启动仪式 .....	24
图表 42: 公司分业务营收预测 .....	25
图表 43: 可比公司估值比较（市盈率法） .....	26

## 1. 同力日升：电梯部件制造领先者，新能源行业新星

### 1.1. 电梯部件制造领先者，新能源行业新星

电梯部件制造行业积累深厚，新能源板块大步迈进。2003年9月，丹阳市日升机械有限公司与香港居民姜坤华合资成立江苏同力机械有限公司；2008年成立子公司鹤山协力和江苏创力，开发华南电梯部件市场，并开始为电梯主机厂商供应直梯部件产品；2011年成立子公司江苏华力，专业从事电梯金属材料加工，产业开始向上游延伸；2013年进军西南市场，成立子公司重庆华创，满足当地电梯整梯厂商的就近配套需求，至此形成了公司现有的区域布局、产品体系和客户群；2018年改制为股份有限公司；2021年公司在上交所主板上市，并开始以现金方式收购北京天启鸿源新能源科技有限公司51%的股份，切入储能、新能源电站赛道；2022年公司与天启鸿源分别以51%和49%的出资比例合资设立江苏同启新能源科技有限公司，与天启鸿源的储能系统集成业务在硬件制造端形成配套；2023年以来，公司新能源板块业务迅速发展，中标并交付广东佛山、天津静海等多个储能项目。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，公司2023年报，东方财富证券研究所

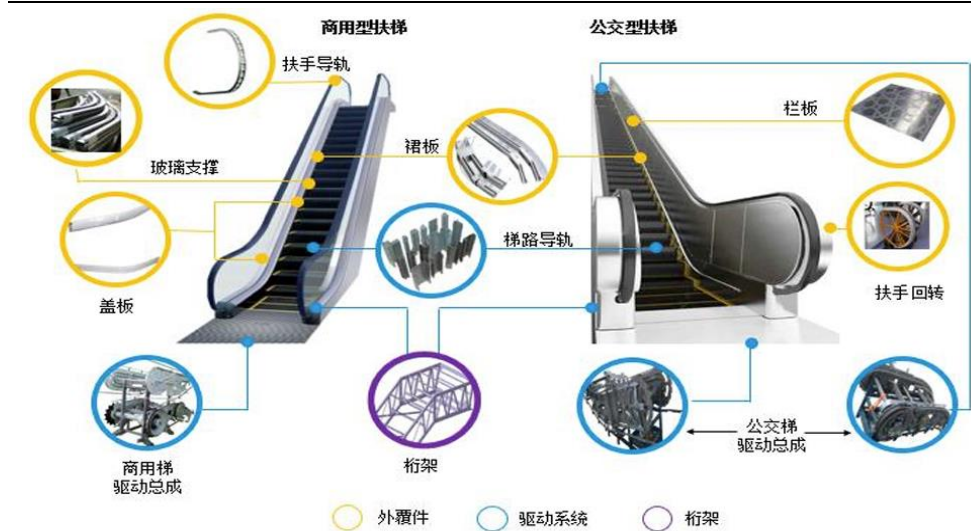
公司电梯部件产品丰富多样，覆盖电梯金属配套产品绝大多数类别。公司自成立以来主要从事电梯部件及电梯金属材料的研发、生产和销售，主要产品包括扶梯部件、直梯部件和电梯金属材料等三大类别。具体产品类别包括扶梯部件-外覆件、驱动系统，直梯部件-井道部件、轿厢部件和电梯金属材料等。公司产品涵盖了电梯金属配套产品的绝大多数类别，是行业内产品线最为丰富的企业之一。其作为迅达、奥的斯、蒂升、通力、日立、西奥等国内外知名整梯制造厂商的零部件配套供应商，在电梯配套产品领域处于业内领先地位，具备较强的市场竞争能力。

图表 2：公司电梯部件业务主要产品一览表

业务	对应事项	具体产品内容
扶梯部件	外覆件	裙板、盖板、玻璃支撑、栏板、扶手回转等
	驱动系统	驱动总成、梯路导轨、扶手导轨等
	桁架	扶梯桁架
	其他部件	扶梯其他类型的零部件
直梯部件	井道部件	导轨支架、曳引机支架、对重架、保护屏组件、缓冲器支架等
	轿厢部件	轿厢上/下梁、直梁、轿顶/底、轿底托架、轿壁等
电梯金属材料		各种不锈钢材质的电梯材料

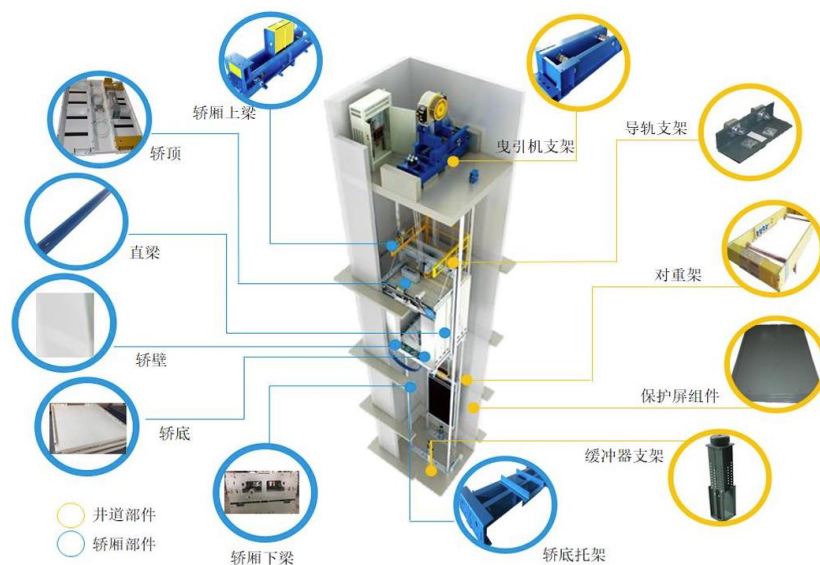
资料来源：公司 2023 年报，东方财富证券研究所

图表 3：扶梯主要产品示意图



资料来源：公司 2023 年报，东方财富证券研究所

图表 4：直梯主要产品示意图



资料来源：公司 2023 年报，东方财富证券研究所

公司 2022 年以来进入新能源赛道，主要产品多为储能相关。公司自 2022 年 5 月并购北京天启鸿源新能源科技有限公司之后，正式跨入新能源赛道。子公司天启鸿源的主要业务分为两类，一类为储能系统集成业务，另一类为新能源电站开发业务。其主要产品分为储能一体机柜、集装箱储能系统、储能电站运维云平台三类。公司与世界银行在国内外有多项合作，并承接了多个大型储能项目，例如甘肃国家级网侧储能电站、河北风光储氢 500MW 多能互补示范项目等多个代表性的项目，是储能领跑者联盟副理事长会员单位，业内声誉卓著。

图表 5：子公司天启鸿源主要产品

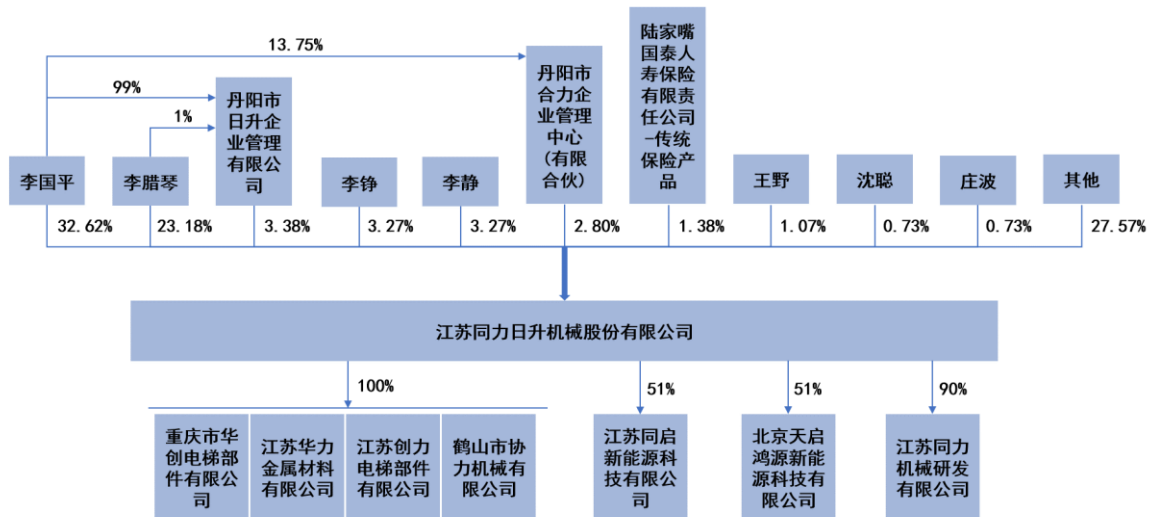


资料来源：天启鸿源官网，东方财富证券研究所

## 1.2. 股权结构清晰

股权相对集中，实控人为李国平、李腊琴夫妇及其子女李铮、李静。公司实际控制人为李国平、李腊琴、李铮、李静；李铮、李静为李国平、李腊琴夫妇的子女。截至 2024 年第一季度，四人直接持有公司股权合计 62.34%，其中，李国平、李腊琴分别直接持有公司 33.62%和 23.18%的股份，李铮、李静均各持有公司 3.27%的股份，股权较为集中。实际控制人一致行动人为丹阳日升、丹阳合力；丹阳市日升企业管理有限公司持有公司发行后 3.38%股份，公司控股股东李国平、李腊琴分别持有丹阳日升 99%、1%股权；丹阳市合力企业管理中心（有限合伙）持有公司发行后 2.80%股份，公司控股股东李国平担任执行事务合伙人并持有丹阳合力 13.75%份额。

图表 6：公司股权结构图(截至 2024 年半年报)

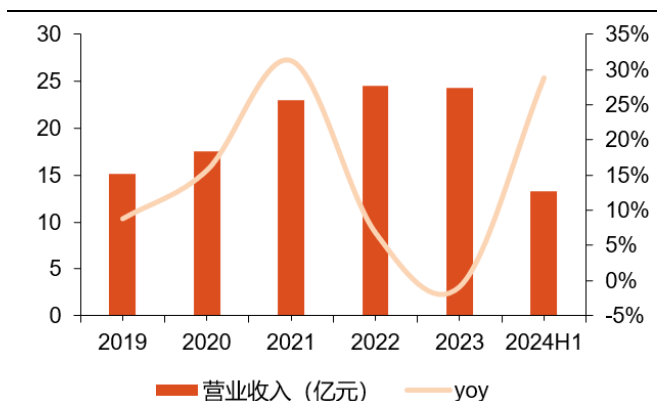


资料来源：Choice 公司资料，东方财富证券研究所

### 1.3. 2023&2024H1 年业绩显著增长，盈利能力较强

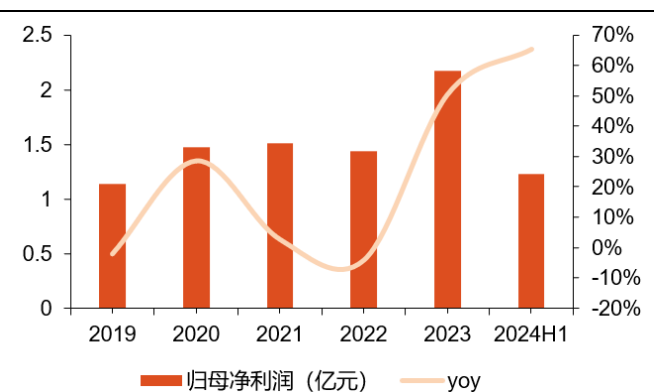
**营收稳健增长，2023 年业绩显著增长。**公司营收从 2019 年的 15.12 亿元增长至 2023 年的 24.33 亿元，CAGR 达 12.63%；公司 2024H1 营收达 13.26 亿元，yoy+28.81%。公司归母净利润在 2019 至 2022 年基本保持平稳，2023 年以来迎来高增长，2023 年归母净利润达 2.1 亿元，yoy+50.46%；2024H1 归母净利润达 1.23 亿元，yoy+65.24%。公司业绩在多年平稳后于 2023、2024H1 均迎来高速增长，我们认为公司未来有望保持业绩增长。

图表 7：公司 2019–2023 年营业收入 CAGR 为 12.63%



资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

图表 8：公司 2019–2023 年归母净利润 CAGR 为 17.46%

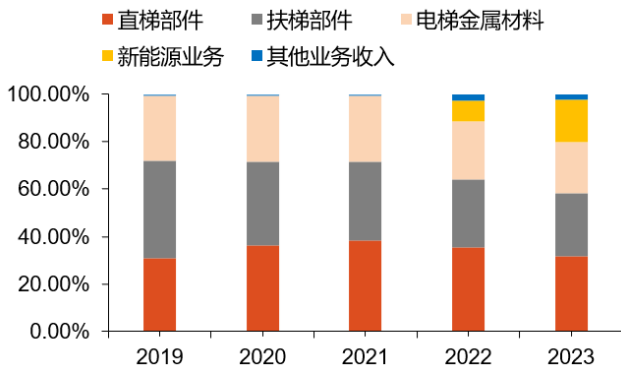


资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

**新能源业务占比稳步提升。**新能源业务为公司 2022 年新拓展的业务，营收由 2022 年的 2.06 亿元激增至 2023 年的 4.32 亿元，同比增长 109.67%，营收占比也从 2022 年的 8.40%提高至 17.74%，与此同时公司电梯相关主业收入占比有所下降。

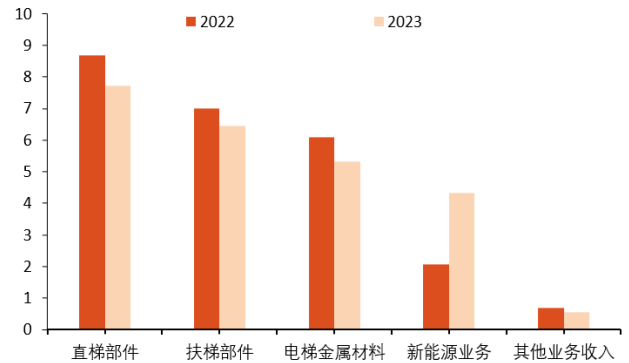


图表 9： 2019-2023 年公司收入结构变化图



资料来源：Choice公司数据，东方财富证券研究所

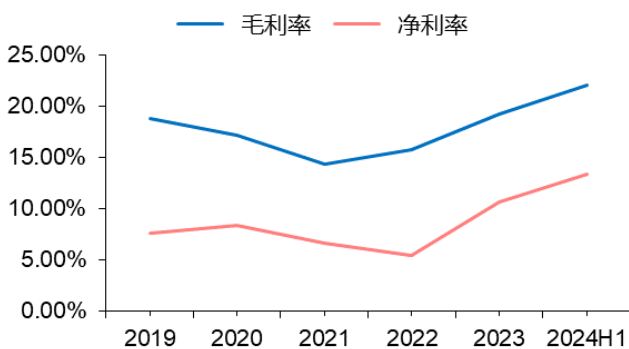
图表 10： 2022-2023 分业务营收图-新能源业务实现正增长



资料来源：Choice公司数据，东方财富证券研究所

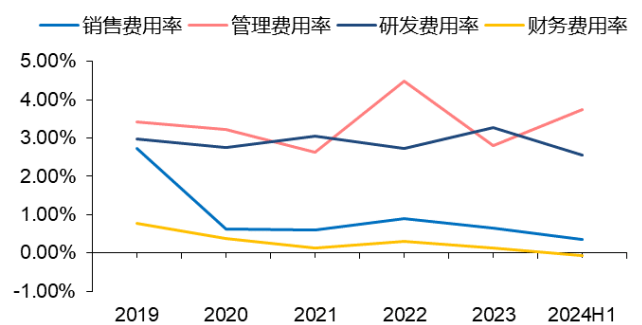
**毛利率净利率稳中有升，费控能力较强。**2019-2021 年，公司毛利率有所下降，2021 年降至 14.36%，2022 年后随着新能源业务的逐步拓展公司毛利率有所上升，2023 年达 19.24%，2024H1 升至 22.11%，整体维持在较高水准。公司净利率波动上升，2019 至 2023 年从 7.57% 上升至 10.61%，2024H1 净利率达 13.39%，维持在较高水平。公司费用管控能力较强，其中 2022 年管理费用率较高，系股权激励费用所致，其他年份各项费率均维持在较低水平，2023 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.65%、2.81%、3.26%、0.13%，整体费用率控制良好。

图表 11： 公司毛利率维持在较高水准



资料来源：Choice公司数据，东方财富证券研究所

图表 12： 公司各项费用率保持在较低水平



资料来源：Choice公司数据，东方财富证券研究所

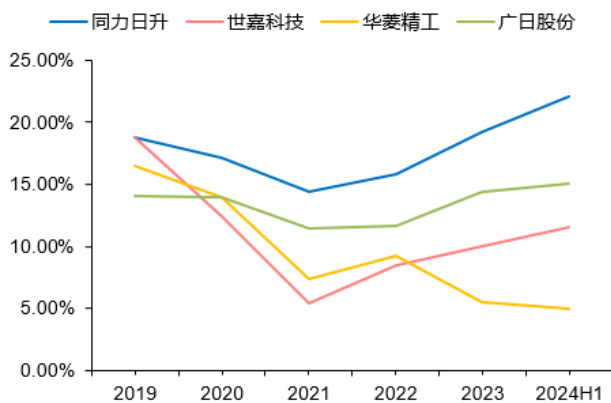
#### 1.4. 同业对比：毛利率处于较高水平，费用率控制良好

公司营收占比较大的业务为电梯部件业务，其所处行业为电梯部件制造业，参照公司招股说明书，选取世嘉科技、华菱精工、广日股份这三家公司作为对比对象。其中，世嘉科技主要业务包括精密箱体系统和移动通信设备，产

品广泛应用于电梯制造以及新能源设备等专用设备制造领域；华菱精工主要从事电梯配重产品、钣金产品等电梯配件的研发、生产和销售；广日股份的业务范围包括设计、生产、安装、维修及保养电梯、自动扶梯等。

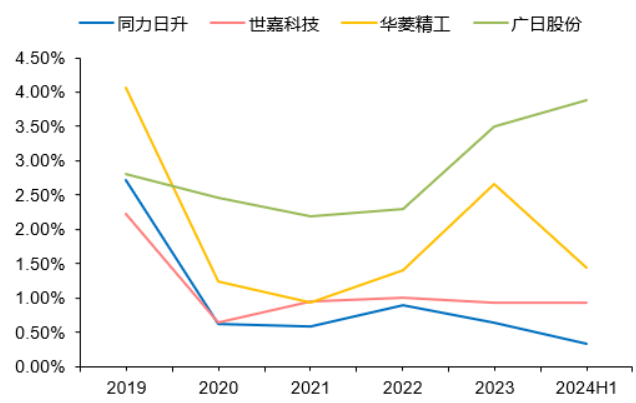
毛利率显著高于同业平均水平，费用率控制良好。2019 年到 2024 年 H1，公司毛利率始终维持在 14%以上，显著高于可比公司毛利率均值，具有较好的盈利能力。从费用率看，公司在销售费用率、管理费用率方面均处于可比公司较低的位置，财务费用率方面也在可比公司中处于中间位置，整体费用率控制良好。

图表 13：可比公司毛利率情况（整体毛利率对比）



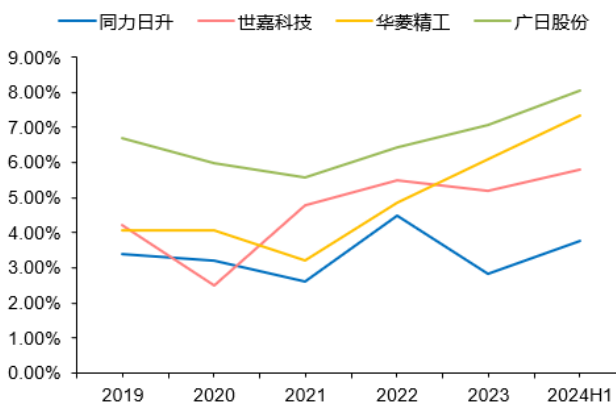
资料来源：Choice公司数据，东方财富证券研究所

图表 14：可比公司销售费用率情况



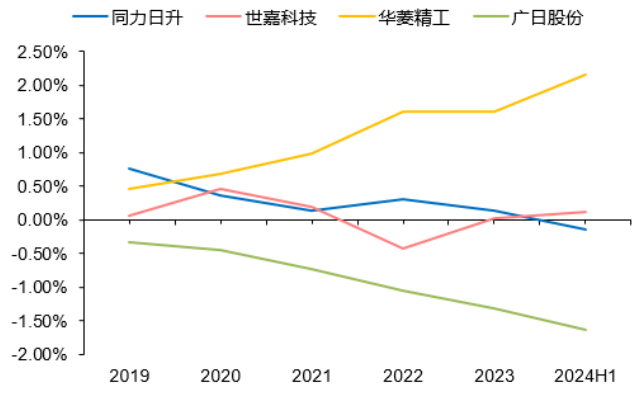
资料来源：Choice公司数据，东方财富证券研究所

图表 15：可比公司管理费用率情况



资料来源：Choice公司数据，东方财富证券研究所

图表 16：可比公司财务费用率情况



资料来源：Choice公司数据，东方财富证券研究所

## 2. 电梯部件制造：电梯配件领先者，稳定贡献业绩

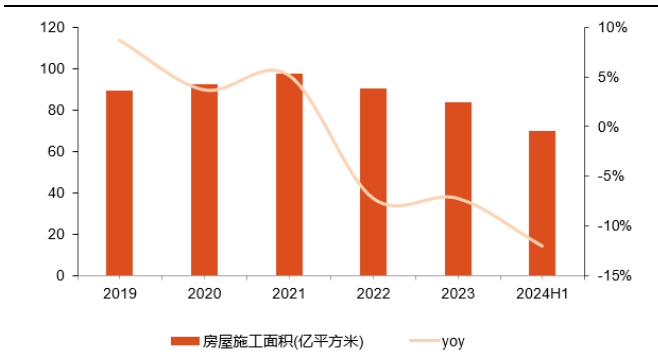
### 2.1. 电梯存量替换需求高增，部件制造行业有望回暖

电梯属于特种设备，主要包括垂直运行的电梯，简称“直梯”，倾斜运行的自动扶梯以及倾斜或水平方向运行的自动人行道，简称“扶梯”。按照国家统计局颁布的《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017）标准划分，电梯部件制

造行业属于“C34 通用设备制造业”中“C343 物料搬运设备制造”中的“C3435 电梯、自动扶梯及升降机制造”。电梯部件对电梯的安全性、可靠性以及高效性等具有重要影响，尤其是产品的强度、精度、结构同电梯的安全性密切相关，因此对其研发技术和生产工艺技术要求较高。

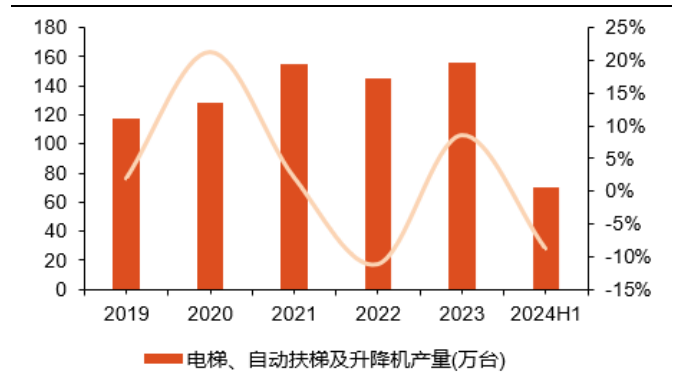
**受房地产行业影响，电梯产量近年来有所放缓。**电梯部件制造行业受下游电梯整机产量的影响较大。随着中国城镇化水平的上升以及房地产市场的不断发展，中国电梯市场空间不断扩大，电梯产量和电梯保有量快速提升。但自 2021 年以来受宏观经济环境有所变化，房地产行业发展减缓，房地产开发企业房屋施工面积从 2021 年的 975387 万平方米降至 2023 年的 838364 万平方米，降幅高达-14.05%，2024 年上半年房屋施工面积 696819 万平方米，yoy-12.00%，电梯终端需求量降低。电梯产量受此影响有所波动，2019 到 2021 年我国电梯产量从 117.3 万台上升至 154.5 万台，而 2022 和 2023 年产量分别为 145.4 万台和 155.7 万台，2024H1 产量为 69.8 万台，同比下降 8.80%。

图表 17：2019-2024H1 我国房地产开发企业房屋施工面积



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

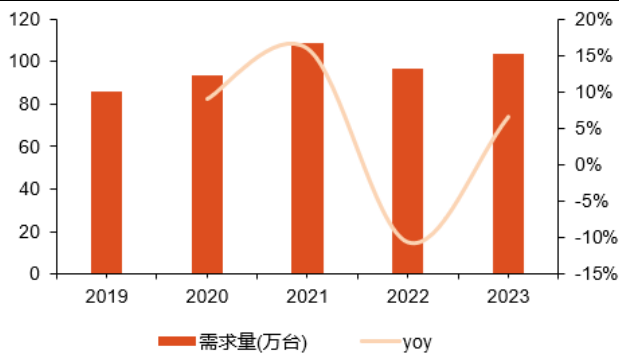
图表 18：2019-2024H1 我国电梯产量情况



资料来源：中国电梯公众号，国家统计局，东方财富证券研究所

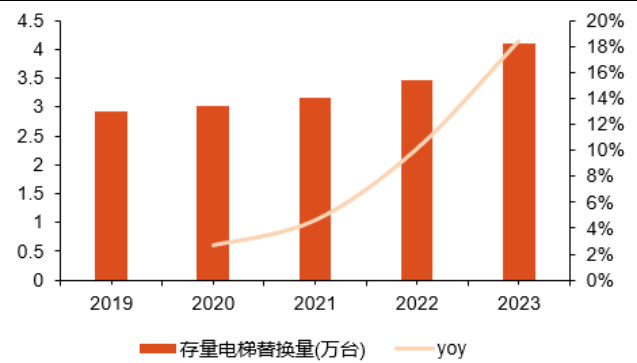
**新建地产整机需求放缓，存量替换需求高增。**根据 KONE 通力电梯官网数据，2022 年中国是全球最大电梯新装市场，占全球电梯新装市场的 62%。由于近年来房地产行业的下行趋势，房地产需求下滑导致新建地产电梯市场的增速放缓，2022 年我国电梯行业新建地产电梯需求量为 96.91 万台，同比下降了 10.64%，但随着房地产支持政策的陆续颁布，市场在 2023 有所修复，新建地产整机需求量增至 103.27 万台。电梯的使用寿命一般为 10-15 年，我国 2005-2008 年是房地产扩张周期的开始，彼时新装电梯在 2023 年已逐步进入更换密集期。2019-2023 年我国存量电梯替换量从 2.93 万台增加至 4.11 万台，CAGR8.83%，2023 年增速 18.44%。根据国务院新闻显示，截至 2022 年运行 15 年以上的老旧电梯达 73.68 万台，预计每年新增老旧电梯数量在 10%左右。2023 年预计运行 15 年以上的老旧电梯超过 80 万台。随着存量电梯逐步进入替换周期，未来存量电梯更新需求有望进入高速增长期。

图表 19：2019-2023 年我国电梯行业新建地产整机需求量



资料来源：观研天下数据中心，东方财富证券研究所

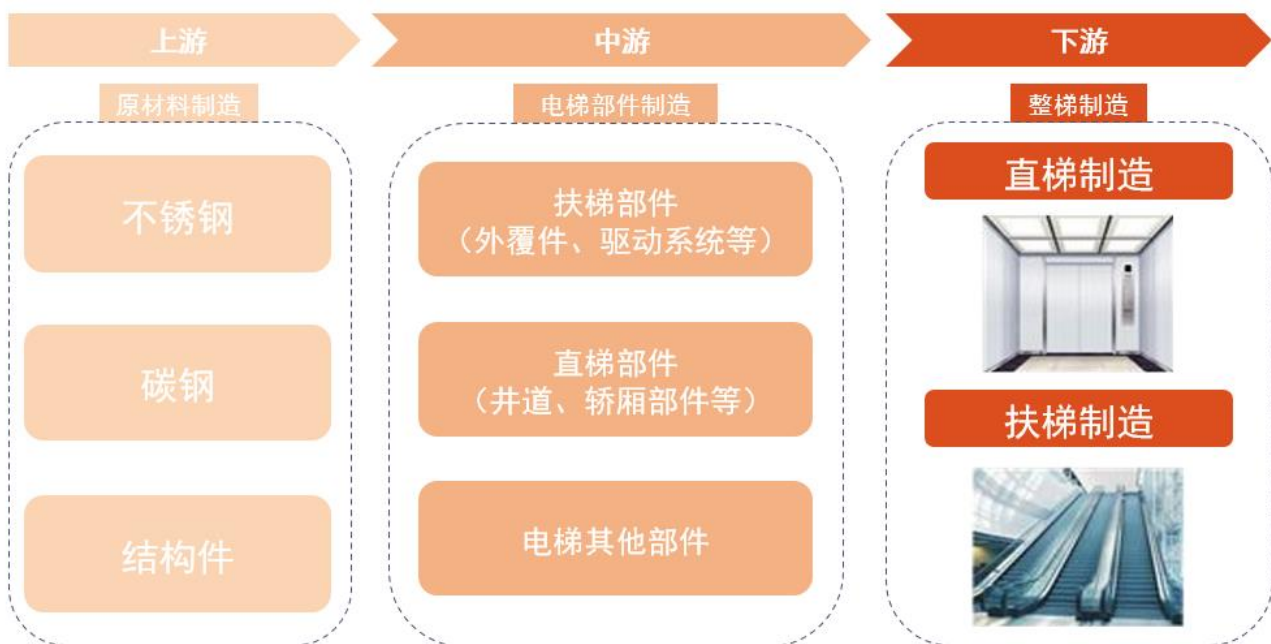
图表 20：2019-2023 年我国电梯行业存量电梯替换量



资料来源：观研天下数据中心，东方财富证券研究所

**电梯部件制造行业位于电梯部件产业链中游。**产业链上游行业主要为不锈钢、碳钢等原材料制造业。上游原材料市场价格波动对生产成本会产生一定的影响。然而原材料行业生产企业众多，产能供应充足，整体上处于充分竞争的发展状态。产业链中游为电梯部件制造行业，包括扶梯部件、直梯部件等电梯部件的制造。产业链的直接下游为整梯制造厂商，国内整梯制造企业主要包括外资品牌制造商如奥的斯、迅达、通力、蒂森克虏伯、日立、三菱等和民族品牌制造商如西奥电梯、康力电梯、快意电梯、梅轮电梯等。终端应用市场为住宅、办公楼、商场等房地产建设市场以及城市轨道交通、高铁、机场等基础设施建设市场。对电梯整梯和电梯部件制造业影响深刻的最终下游行业主要为房地产市场和基础设施建设市场，随着我国城镇化的建设升级和旧楼加装电梯、旧梯换装等需求的逐步释放，未来下游终端应用市场对电梯及部件产品的需求有望持续保持活力。

图表 21：电梯部件行业产业链



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

**政策驱动，电梯部件行业迎来新机遇。**随着政策的积极推动，电梯部件行业正迎来新的发展机遇。自 2020 年起，国家及相关部门为应对人口老龄化的加速以及老旧建筑电梯设施的不足，陆续颁布了一系列政策措施，旨在促进电梯行业的健康与有序发展。从中央到地方政策的相继出台，不仅体现了国家对民生问题的关注，也为电梯部件行业的发展注入了新的活力。

**图表 22：电梯行业相关政策汇总**

发布时间	政策文件	发布单位	政策内容
2024 年 7 月	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	国家发展改革委、财政部	统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，将支持范围扩大到能源电力、老旧电梯等领域设备更新。其中，重点支持使用 15 年以上（2009 年 1 月 1 日前办理使用登记）的住宅老旧电梯更新改造，优先支持使用 20 年以上（2004 年 1 月 1 日前办理使用登记）的住宅老旧电梯实施更新。
2023 年 6 月	《中华人民共和国无障碍环境建设法》	全国人民代表大会常务委员会	国家采取措施推进无障碍环境建设，为残疾人、老年人自主安全地通行道路、出入建筑物以及使用其附属设施、搭乘公共交通运输工具，获取、使用和交流信息，获得社会服务等提供便利。国家鼓励工程建设、设计、施工等单位采用先进的理念和技术，建设人性化、系统化、智能化并与周边环境相协调的无障碍设施。
2022 年 7 月	《“十四五”新型城镇化实施方案》	国家发展改革委	开展老旧小区改造，推进水电路气信等配套设施建设及小区内建筑物屋面、外墙、楼梯等公共部位维修，促进公共设施和建筑节能改造有条件的加装电梯，打通消防通道，统筹建设电动自行车充电设施，改善居民基本居住条件。
2021 年 12 月	《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》	国务院	加大城市道路、交通设施、公共交通工具等适老化改造力度，在机场、火车站、三级以上汽车客运站等公共场所为老年人设置专席以及绿色通道，加强对坡道、电梯、扶手等的改造，全面发展适老型智能交通体系，提供便捷舒适的老年人出行环境。
2020 年 7 月	《国务院办公厅关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》	国务院	为满足居民生活便利需要和改善型生活需求的内容，主要是环境及配套设施改造建设、小区内建筑节能改造、有条件的楼栋加装电梯等。

资料来源：中国政府网，国家发改委，东方财富证券研究所

**图表 23：全国各省市对加装电梯给予补贴支持**

地区	相关内容
北京市	增设电梯项市财政实施定额补贴每部 64 万
上海市	按照加装电梯施工金额的 40%予以补贴，最高不超过 28 万元/台
广州市	每梯补贴 10 万元(黄埔区 15 万元)
天津市	给予 20 万元/台的建设补助
济南市	七层住宅加装电梯每部补贴 22 万元;六层住宅加装电梯每部补贴 20 万元
青岛市	市级一台补贴 10 万元，有电梯井道的补贴 5 万
重庆市	最高补贴 25 万(每部增设电梯的勘察、设计、施工等总费用的 60%予以补贴)
合肥市	加装电梯补贴资金按 20 万元/台予以补贴
大连市	对 6 层住宅每部电梯财政补贴 18 万元，每增加一个楼层相应增加补贴 2 万元
赣州市	章贡区奖励补助标准为每台 20 万元，奖励补助资金由市区两级财政各承担 50%

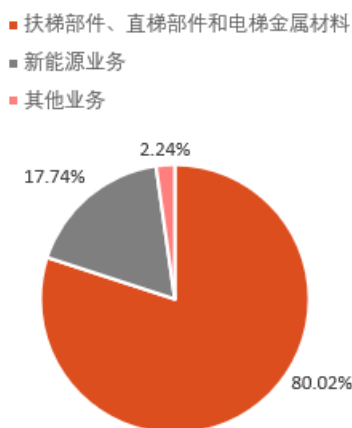
兰州市	电梯补贴 10 万，配套补贴不低于 10 万
宝鸡市	最高补贴 15 万
成都市	最高补贴 20 万
无锡市	七层及七层以上的补贴 10 万元/台、六层的 9 万元/台、五层的 8 万元/台、四层的 7 万元/台
徐州市	补贴标准是按照六层以上每部电梯补贴 10 万元，五层以下(含五层]每部电梯补贴 8 万元
乌鲁木齐	给予 30 万元/部的补助(含水、电、气、暖、通信、广电网络等管线改造费用)

资料来源：中国政府网，国家发改委，东方财富证券研究所

## 2.2. 同力日升：电梯零部件领先者，世界一线品牌供应商

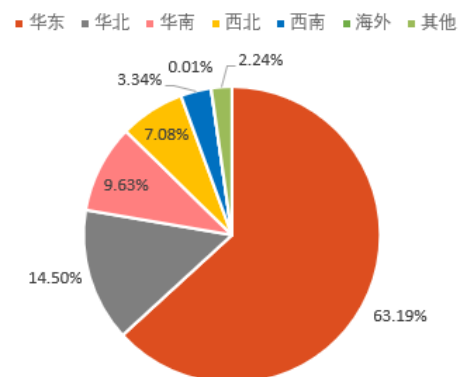
公司电梯部件制造业务占比较高，区域分布清晰。分业务收入角度看，公司 2023 年扶梯部件、直梯部件和电梯金属材料占收入比为 80.02%，新能源业务占收入比为 17.74%。其中，直梯部件/扶梯部件/电梯金属材料/新能源/其他占总收入比分别为 31.7%/26.5%/21.9%/17.8%/2.2%，电梯部件总和(直梯+扶梯)占比 58.2%。分地区收入角度看，公司 2023 年华东/华北/华南/西北/西南/海外占收入比分别为 63.19%/14.50%/9.63%/7.08%/3.34%/0.01%，华东地区营收最高，贡献了五成以上的毛利。

图表 24：公司 2023 年分业务营收占比



资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

图表 25：公司 2023 年营收分区域占比



资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

图表 26：2023 年各区域贡献毛利占比

区域	2023 年各区域贡献毛利占比
华东	52.30%
华北	26.03%
华南	8.49%
西北	10.56%
西南	2.82%
海外	-0.47%
其他	0.28%

资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

**产品矩阵丰富，满足整梯制造企业的“一站式、多样化”采购需求。**公司主要产品包括扶梯部件、直梯部件和电梯金属材料等三大类，种类丰富规格多样，能够为客户提供成套部件产品供应，满足电梯主机厂商的“一站式、多样化”采购需求。

**子公司各司其职、分工明确，拥有先进的加工设备。**江苏创力和重庆华创主要从事直梯部件相关业务，拥有生产直梯部件为主的数控多边折弯中心、数控激光切割机、光纤激光切割机等；江苏华力主要从事电梯金属材料生产及销售，拥有生产电梯金属材料的不锈钢自动磨砂线、纵/横剪生产线等，鹤山协力主要从事扶梯部件相关业务，拥有生产扶梯外覆件为主的冷拉车间、装配车间。公司积极参与知名电梯主机厂的老产品改造和新产品的开发，不仅优化了产品的性能，还密切参与客户的产品设计开发，大大缩短了产品从设计到量产的研发周期。

图表 27：子公司各司其职，产品矩阵丰富

子公司	主营业务
江苏创力	主要从事垂直电梯部件研发、生产及销售
江苏华力	主要从事电梯金属材料生产及销售
鹤山协力	主要从事扶梯部件研发、生产及销售
重庆华创	主要从事垂直电梯部件研发、生产及销售

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所






**向上游产业延伸，一体化优势明显。**公司于 2011 年进入不锈钢原材料加工领域，实现由电梯金属部件制造向上游不锈钢原材料加工产业的延伸，具有三方面一体化竞争优势：1) 公司能更好的规避上游原材料价格波动风险。由于近年来不锈钢等原材料在供给侧改革、环保整治等因素的影响下价格波动明显，公司进入不锈钢原材料加工领域，缩短电梯部件的生产周期，有助于公司根据市场情况适时调整库存水平，在一定程度上规避原材料价格大幅波动的风险，获取更优的成本优势。2) 公司具有更强的原材料采购议价优势。近年来公司产品生产规模不断扩大，同时与整梯厂商合作愈加密切，对原材料的需求不断增长。据此，公司通过同上游钢铁厂商签订长期合作协议，实现原材料的大规模采购，该方式较“多批次、小规模”采购具有采购价优势，使公司获得成本优势。3) 公司通过对不锈钢原材料深度加工，实现生产工艺向前端延伸，进而帮助公司在业务繁忙季节提高电梯部件的生产效率，提高公司整体的供货效率，提升公司业务承接能力，为公司业务持续扩大奠定基础。

**电梯零部件领先者，世界一线品牌供应商。**公司作为电梯配套产品领域领先者，是迅达、奥的斯、蒂森克虏伯、通力 and 西奥等国内外知名整梯制造厂商配套产品的供应商，产品涵盖电梯金属配套产品的绝大多数类别，是行业内产品线作为丰富的企业之一。公司产品除了应用于国内各大城市地铁等项目之外，配套部件服务于美国、加拿大、德国、法国、意大利等主要国家以及“一带一路”沿线重大工程项目。

**与诸多知名电梯厂商合作超 20 年，客户认证壁垒确立公司护城河。**电梯部件制造业的发展是产业分工的产物，电梯厂商对配套供应商有严格的资质审核，需要较长时间进入整梯制造商的供应链服务体系。供应商资格认证时间长、

程序严格、认证成本较高，整梯厂商一般不会轻易更换供应商，公司与全球诸多头部电梯厂商合作多年，其中行业龙头迅达电梯、奥的斯均已合作超 20 年；我们认为，未来潜在的行业新进入者很难开发客户及通过客户认证，公司具有较强的护城河。

**图表 28：海内外较多知名电梯厂商均为公司客户（招股书数据）**

客户名称	品牌商标	公司供给产品	2018 年客户全球市场份额	合作时间
迅达电梯		电梯配件、金属材料	19%	2003 年至今
奥的斯		电梯配件、金属材料	23%	2003 年至今
通力电梯		电梯配件、金属材料	19%	2005 年至今
日立电梯		电梯配件、	15%	2012 年至今
蒂森克虏伯		电梯配件、金属材料	15%	2008 年至今

资料来源：公司招股书，东方财富证券研究所

**不同情景下国内电梯需求量变化。**考虑到不同情景下国内电梯市场需求量变化较大，我们进行敏感性测算。

- 1) **乐观场景下**，我国新建地产电梯市场在 2024 年维持 2023 年水平并在 2025 年达 5% 增速，即 2025 年新建地产电梯达约 108 万台；老旧电梯 80 万台，2025 年有 20% 进入替换周期即我国存量电梯替换量达 16 万台；**2025 年全国电梯需求 124 万台。**
- 2) **悲观场景下**，我国新增电梯市场 2024 年与 2025 年均保持 3% 下滑，即 2025 年新增地产电梯达 97 万台；老旧电梯改造需求维持 2023 年水平即 4 万台；**2025 年全国电梯需求 101 万台。**

我们认为，相较于 2023 年全国电梯需求量“103 万台+4 万台”即 107 万台而言，乐观情况下 2025 年行业需求为 124 万台，相较 2023 年弹性为 16%，弹性较小；对公司而言同样弹性较小，我们认为预测公司未来电梯业务时预计该业务保持平稳较为合理。

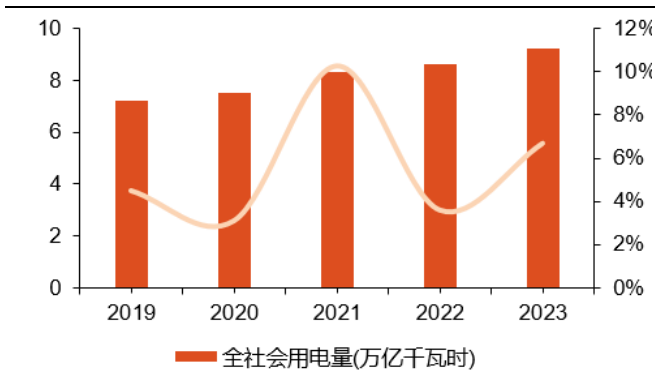


### 3. 储能/新能源电站行业乘风起，公司技术领先订单丰富

#### 3.1. 新能源储能行业下游需求高增，系统集成中技术为核心

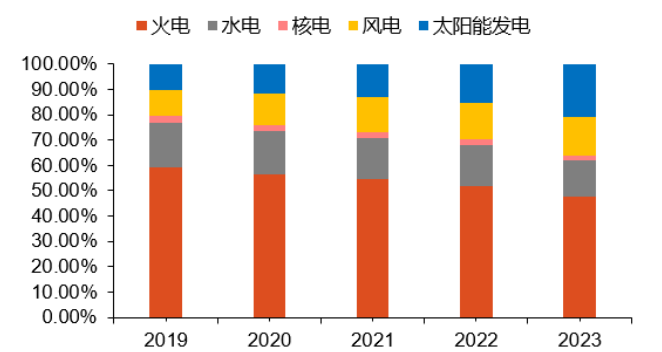
新能源发电占比扩大，重要性不断加强。随着经济发展，全社会用电量不断上升，从2019年至2023年，全社会用电量复合年均增长率达6.27%，2023年全社会用电量达9.22万亿千瓦时，yoy+6.70%。2019年以来，风能、太阳能等新能源发电装机容量占比逐年显著提升，新能源发电占比由2019年的22.99%增长到2023年的37.94%，其中，太阳能发电的占比提升最大，从10.16%提升至20.88%。我们认为，在社会用电量稳定提升和新能源发电逐渐成为主流的背景下，新能源电站开发和储能系统集成行业有望迎来增长。

图表 29：近年来全社会用电量逐年上升



资料来源：中国政府网，国家能源局，东方财富证券研究所

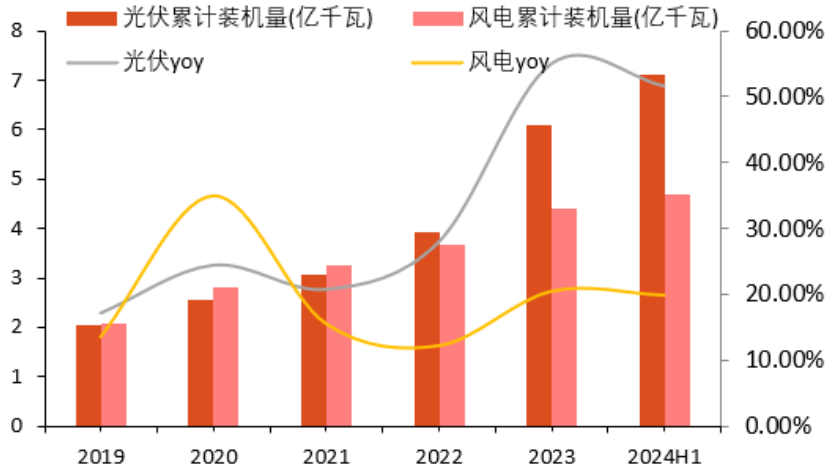
图表 30：2019-2023 年全国发电装机容量结构分布情况



资料来源：国家能源局，国家统计局，东方财富证券研究所

风光装机量持续走高，储能解决不稳定性难题。我国风光发电近年来迅速发展，光伏累计装机容量由2019年的2.04亿千瓦提升至2023年的6.09亿千瓦，CAGR达31.45%，2024H1光伏累计装机容量达7.1亿千瓦，yoy+51.60%；风电累计装机容量由2019年的2.09亿千瓦提升至2023年的4.41亿千瓦，CAGR达20.52%，2024H1风电累计装机容量达4.7亿千瓦，yoy+19.90%。然而随着风光发电逐步演变成为主力电源，提升电力系统灵活性、消纳可再生能源的需求日益迫切，传统电力系统中灵活可调资源（调峰电站、抽水蓄能等）不足以支持电网稳定可靠运行，储能可平抑风光电不稳定性，已渐成刚需。

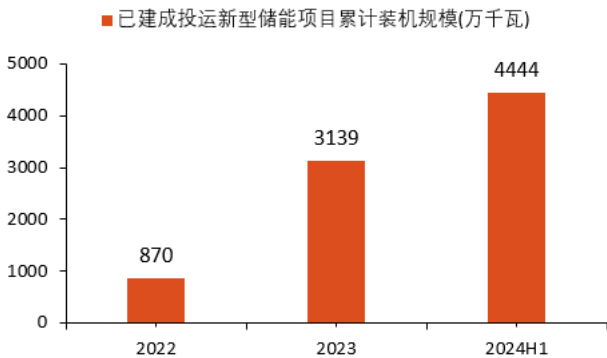
图表 31： 2019-2024H1 我国累计风光发电装机量



资料来源：国家能源局，国家统计局，东方财富证券研究所

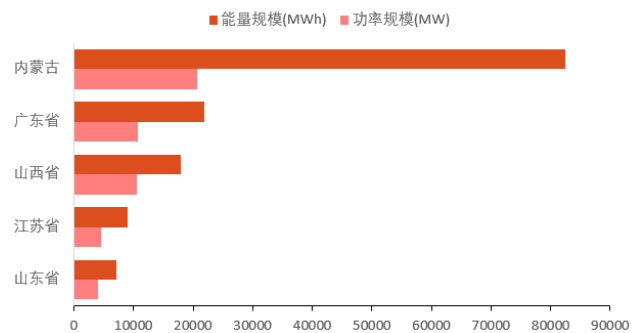
**新型储能装机规模迅速扩张，储能项目遍地开花。**2022 年《“十四五”新型储能发展实施方案》中要求，到 2025 年，新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段，具备大规模商业化应用条件；到 2030 年，新型储能全面市场化发展。据此我国新型储能项目装机规模引来高速发展，已建成投运新型储能项目累计装机规模从 2022 年的 870 万千瓦在一年内激增至 2023 年的 3139 万千瓦，yoy+260.80%，2024 年上半年累计装机规模达 4444 万千瓦/9906 万千瓦时，较 2023 年底增长超过 40%。根据 CNEA 全球储能数据库统计，我国十五个省 2024 年上半年共发布新型储能项目 456 个，规模达 75.07GW/183.70GWh。

图表 32： 2022-2024H1 我国新型储能项目累计装机规模



资料来源：中国政府网，国家能源局，东方财富证券研究所

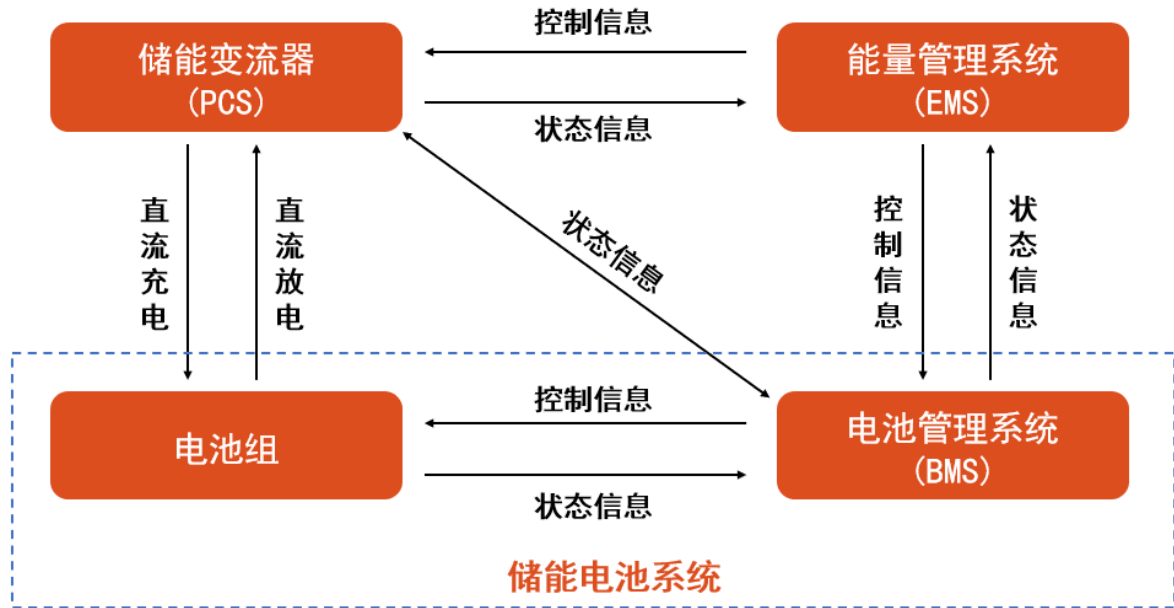
图表 33： 2024 年上半年部分省份发布储能项目清单规模



资料来源：中关村储能产业技术联盟，东方财富证券研究所

**3S 技术为储能系统的核心组件。**储能系统的核心主要由电池、电池管理系统 (BMS)、能量管理系统 (EMS)、储能变流器 (PCS) 构成。其中，BMS、EMS、PCS，简称为“3S 系统”，BMS 负责电池监测与管理；EMS 负责数据采集、数据分析以及能量调度，确保储能系统能量的平衡和正常运行；PCS 负责控制电池的充电和放电过程，进行交直流的变换。

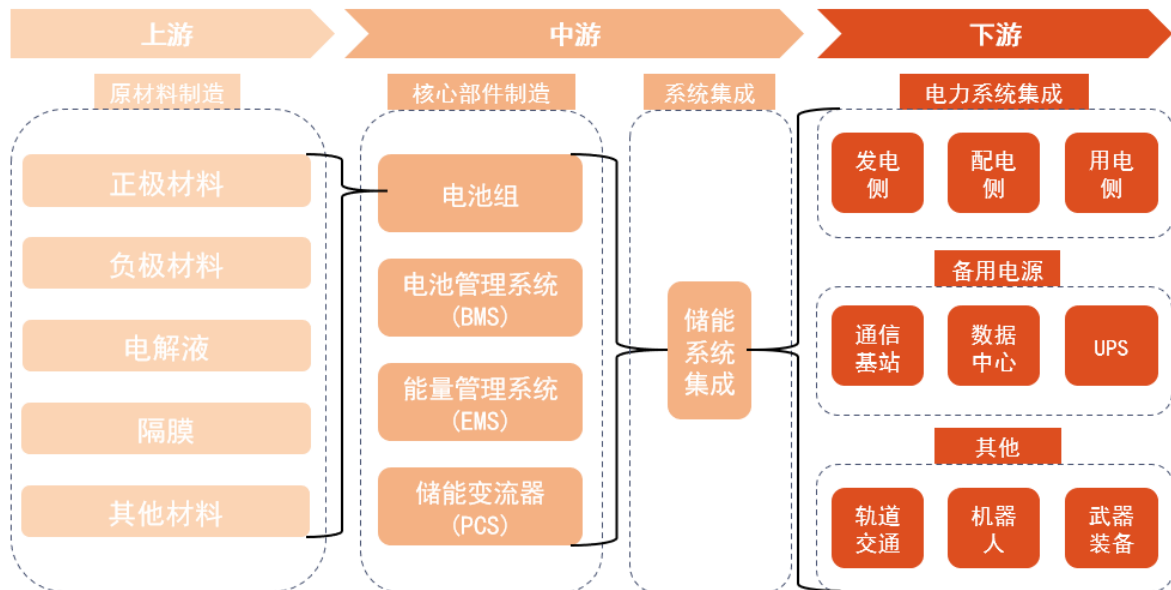
图表 34：3S 协同作战，确保储能系统安全高效运行



资料来源：中关村储能产业技术联盟，东方财富证券研究所

储能系统集成行业位于电化学储能产业链中游。电化学储能产业链可分为上游材料、中游核心部件制造、下游应用。储能产业链上游主要为电池原材料，包括正极材料、负极材料、电解液、隔膜以及结构件等；中游主要为储能系统的集成与制造，对于一个完整的储能系统，一般包括电池组、电池管理系统（BMS）、能量管理系统（EMS）以及储能变流器（PCS）四大组成部分。产业链下游主要为不同应用场景的运维服务等，如储能可用于电力系统的发电侧、输配电侧、用电侧，实现调峰调频、减少弃光弃风、缓解电网阻塞、峰谷价差套利、容量电费管理等功能；其他应用场景还包括通信基站、数据中心等的备用电源，以及为机器人系统供电，保障高性能武器装备的稳定运行等。

图表 35：电化学储能产业链



资料来源：前瞻产业研究院《2023年中国电化学储能行业全景图谱》，东方财富证券研究所

储能行业的发展在国家政策的推动下呈现出迅猛的增长态势。从 2022 年开始，政策文件陆续出台，为行业的技术进步和市场应用奠定了基础。2022 年 1 月，《关于印发“十四五”现代能源体系规划的通知》强调了电源侧储能发展的重要性；同年 4 月，《电力可靠性管理办法（试行）》由司法部发布，旨在通过建立新型储能建设需求发布机制，增强电力系统的综合调节能力。同期，国家发改委发布了《完善储能成本补偿机制助力构建以新能源为主体的新型电力系统》，旨在确立储能在新电力系统中的功能定位，并加快制定成本疏导机制；2023 年 1 月，工信部等六部门联合发布的《关于推动能源电子产业发展的指导意见》中，提出了加强新型储能电池产业化技术攻关的目标；10 月份，国家发改委和国家能源局在《关于进一步加快电力现货市场建设工作的通知》中鼓励新型主体参与市场，并探索“新能源+储能”的新模式；2024 年，国家能源局在 3 月发布的《2024 年能源工作指导意见》中强调了加强新型储能试点示范的跟踪评价，推动技术产业的进步；紧接着在 4 月，《关于促进新型储能并网和调度运用的通知》发布，规范了新型储能并网接入管理，并优化了调度运行机制，以充分发挥新型储能在构建新型电力系统中的作用。

图表 36：储能行业相关政策汇总

发布时间	政策文件	发布单位	政策内容
2024 年 7 月	《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》	国家发改委、国家能源局、国家数据局	打造一批系统友好型新能源电站，改造升级一批已配置新型储能但未有效利用的新能源电站，建设一批提升电力供应保障能力的系统友好型新能源电站，实施一批算力与电力协同项目，建设一批智能微电网项目
2024 年 3 月	《2024 年能源工作指导意见》	国家能源局	加强新型储能试点示范跟踪评价，推动新型储能技术产业进步。编制加快推动氢能产业高质量发展的相关政策。
2023 年 10 月	《关于进一步加快电力现货市场建设工作的通知》	国家发改委、国家能源局	鼓励新型主体参与电力市场。探索“新能源+储能”等新方式。为保证系统安全可靠，参考市场同类主体标准进行运行管理考核。
2023 年 1 月	《关于推动能源电子产业发展的指导意见》	工信部等六部门	加强新型储能电池产业化技术攻关，推进先进储能技术及产品规模化应用。研究突破超长寿命高安全性电池体系、大规模大容量高效储能、交通工具移动储能等关键技术。
2022 年 6 月	《关于进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》	国家发改委、国家能源局	新型储能可作为独立储能参与电力市场；鼓励配建新型储能与所属电源联合参与电力市场；加快推动独立储能参与电力市场配合电网调峰；充分发挥独立储能技术优势提供辅助服务。
2022 年 4 月	《电力可靠性管理办法（暂行）》	司法部	建立新型储能建设需求发布机制，充分考虑系统各类灵活性调节资源的性能，允许各类储能设施参与系统运行，增强电力系统的综合调节能力。
2022 年 4 月	《完善储能成本补偿机制助力构建以新能源为主体的新型电力系统》	国家发改委	研究确立各类储能在构建新型电力系统中的功能定位和作用价值；加快制定各类储能在不同应用场景下的成本疏导机制；开展各类储能技术在新型电力系统相同应用场景下的经济性比较研究。

2022年1月 《关于印发“十四五”现代能源体系规划的通知》 国家发改委、国家能源局 加快新型储能技术规模化应用。大力推进电源侧储能发展，合理配置储能规模，改善新能源场站出力特性，支持分布式新能源合理配置储能系统。

资料来源：中国政府网，司法部，国家发改委，东方财富证券研究所

### 3.2. 天启鸿源三大竞争优势

子公司天启鸿源和江苏同启承担公司新能源业务。公司自2022年5月收购天启鸿源51%股权后正式切入新能源业务，同年成立江苏同启。子公司天启鸿源主要负责风光电站项目开发 and 网侧大储项目开发业务，子公司江苏同启主要负责储能系统集成和总装生产交付。

图表 37：天启鸿源代表储能产品及其特点

储能产品	产品示意图	产品特点
交直流储能一体机		<p><b>长寿降本：</b>主动均衡技术提升电池一致性，延长系统寿命。PACK 内电池温差小于 3°C，电池寿命有效延长。充放电转化效率大于 91%，系统寿命大于 6000 次。智能液冷温控，辅助功耗降低 20%，节约运营成本。预安装设计，便于运输，无电池安装工作。</p> <p><b>高效灵活：</b>ALL IN ONE 设计理念，高功率、高能量密度，占地面积减少 20%。智能簇级管理，降低电池簇木桶效应，提高放电量。即插即用，三相四线、航空插头。</p> <p><b>安全可靠：</b>电芯健康 AI 监测，病态电芯提前预警。封闭式液冷系统+云端管理，更安全。三重独立消防防。</p> <p><b>精益智能：</b>SOC 高精度状态评估，可动态调整能效管理策略。智能云端运维，APP 终端，无人值守。多场景功能预置：台区治理、工商微网、油机替代等。</p>
40 尺风冷储能集装箱		<p><b>长寿降本：</b>标准工况下 15 年使用寿命。具备完善的散热体系，保证电池舱运行温度在最佳范围内。预安装设计，便于运输，无电池安装工作。</p> <p><b>高效灵活：</b>智能簇级管理，降低电池簇木桶效应，提高放电量。模块化设计，易于电池替换及系统增补扩容。</p> <p><b>安全可靠：</b>电芯健康 AI 监测，病态电芯提前预警。空间级、簇级消防防护体系，防止热失控蔓延。</p> <p><b>精益智能：</b>SOC 高精度状态评估，可动态调整能效管理策略。非步入式集装箱设计，支持现场智能巡检。具备削峰填谷、需量响应、后备电源、指令响应多种工作模式。</p>

资料来源：天启鸿源官网，东方财富证券研究所

**竞争优势一：电站业务&储能业务大量签订协议，获取项目能力出众。**公司在 2019 年成立后，凭借天启鸿源新能源专业技术优势，高强度、快节奏抢抓了一批优质风电、光伏、储能等新能源项目。我们认为，在新能源业务供给较充分的情况下，电站等项目的路条竞争较为激烈；天启鸿源作为一个成立时间不长的公司却大量签订电站协议，证明公司除了专业技术出色外，各项目所在地渠道资源亦较为丰富。2023 年，公司完成了天津铭源嘉旺静海中旺镇 100MW 风力发电项目和航天鸿源围场御道口 300MW 风储氢一体化项目的开工建设，前者已于 2024 上半年与香港中华电力签订股权转让协议；完成了甘肃武威 50MW 光伏电站出售业务；河北承德航天天启 500MW 风光储氢一体化多能互补示范项目进入开工建设阶段；公司与辽阳县发展和改革局成功签订了 200MW 分散式风电项目框架协议，积极布局“千乡万村驭风行动”，参与推动农村地区风电发展。

储能集成系统业务方面同样订单充足，进展良好。2023 年公司中标并完成交付了南方电网广东佛山 25MW/50MWh 网侧储能电池模块级管理液冷储能系统集成项目、天津静海 30MWh 风电配储液冷储能系统集成项目、宁夏太阳山泉眼 300MWh 电网侧共享储能示范项目 200MWh 液冷集装箱式储能设备供货；完成了承德围场 980MWh 共享储能电站项目开发工作，并与南网储能签订承德围场共享储能电站项目战略合作协议，2024 上半年进入开工建设阶段。江苏同启 2024 上半年承接的宁夏太阳山 150MW/300MWh 项目，完成 100MWh 模组及 PACK 的生产调配；南网五华 12.8MW/12.8MWh 光伏配储项目顺利完成调试，并具备正式投运条件。

图表 38：天启鸿源新能源业务主要项目情况

新能源业务主要项目	所属业务	项目进展
天津铭源嘉旺静海中旺镇 100MW 风力发电项目	新能源电站开发	已签订股权转让协议
航天鸿源围场御道口 300MW 风储氢一体化项目	新能源电站开发	已开工建设并签署预收购协议
甘肃武威 50MW 光伏电站出售业务	新能源电站开发	已完成
河北承德航天天启 500MW 风光储氢一体化多能互补示范项目	新能源电站开发	已开工建设
辽阳县 200MW 分散式风电项目	新能源电站开发	已签订协议
南方电网广东佛山 25MW/50MWh 网侧储能电池模块级管理液冷储能系统集成项目	储能系统集成	已完成
天津静海 30MWh 风电配储液冷储能系统集成项目	储能系统集成	已完成
宁夏太阳山泉眼 300MWh 电网侧共享储能示范项目	储能系统集成	完成储能设备供货
承德围场 980MWh 共享储能电站项目	储能系统集成	已开工建设

资料来源：公司 2023 年报，公司 2024 半年报，东方财富证券研究所

**竞争优势二：核心人员有超十年新能源行业经验，技术优势显著。**天启鸿源成立于 2019 年，但核心管理团队为前中广核、中核等能源集团高管，在可再生能源及储能领域拥有超过 10 年的项目管理、开发、投资、系统设计、建设管理、微电网应用、研发经验，完成过多个风电、光伏、储能、微网领域标杆性项目，总体规模超过 5GW。核心人员例如副总裁刘晓露是国内最早进入储能与微电网产品研发与项目开发运营的从业者，见证了储能行业从起步、爆发增长到初步商业化的阶段，具备丰富行业经验。

**公司具备多项核心技术。**在核心技术人员的努力下，天启鸿源已具备储能变流器(PCS)、能量管理系统(EMS)、电池管理系统(BMS)等多项核心技术，拥有数十项专利，获得高新技术企业认证：1)在储能变流器方面，公司已研发并自主掌握控制板编程及主控软件部分，设备生产由外部第三方进行 OEM，天启鸿源的自主储能变流器产品已经通过鉴衡认证、CE 认证、TUV 认证等。2)在能量管理系统方面，公司已研发智能化系统，在确保系统稳定运行的前提下，充分利用不同电源的特性，对储能系统进行精准控制，并不断优化控制策略形成自学习型系统。3)在电池管理系统方面，公司已研发并持续改进核心算法及设计方案，负责设计电池组成方案、电池管理系统硬件架构、软件系统、热管理系统、集装箱结构，委托外部第三方按照自身的设计图纸和方案进行 OEM。

**竞争优势三：创新引领储能产品研发，大幅降低电池后期容量衰减率。**据

储能领跑者联盟，截至 2024 年 9 月，天启鸿源累计投运/在建储能项目总量为 1.9GWh，在有限的累计规模中，公司产品体现了较强的技术创新优势：

天启鸿源在 3S 技术基础上开发出行业独特的天启 AI 智能模块，以“3S 技术+AI 智能模块+均衡技术”形成智能组串式储能解决方案：1) 通过在每个储能集装箱内部配置独立的 PACK 级 AI 控制模块，动态检测、快速定位异常电池并断连，将容量损失减少至最小单元，提升电站使用效率；2) 在 AI 智能模块与均衡技术加持下，实现分期精准补电及新旧电池混用后较高的效率保持，大幅降低储站电站使用后期的容量衰减率。

图表 39：智能组串式储能解决方案与传统集中式储能解决方案差异一览表

维度	智能组串式储能解决方案	传统集中式储能解决方案
更高效电	具备更高放电能力。采用电池模组级能量优化器，避免失配导致容量损失，生命周期内发电量提升 6% 以上；采用智能单簇电池簇控制器，避免环流导致容量损失，生命周期内发电量提升 7% 以上。	无电池模组均衡设计，簇内电池模组间无优化，不能充满放，模组更换需人工均衡调节；电池簇直接并联，无簇级电压调节能力，簇间差异会降低可用容量。
更优投资	采用高密预置化安装，现场交付成本可降低 1~3 分/h；采用单簇管理，初始电池配置可减少 5% 以上；采用补电模式，相比传统集中式方案，初始电池配置可降低 30% 以上，实现更低初始成本。	初始及总投资较高，无法补电，需初期超配 60-70%。
智能温控	具有智能湿控功能，集装箱内部温升 < 5°C@10，保障 15 年使用寿命。	集装箱内通过 1-2 个空调集中散热，温升差异可达 10°C，影响电池组寿命。
新旧电池混用	支持新旧电池混用，避免木桶效应，储能系统最大化充放电，可实现分期补电模式。	不支持新旧电池直接混用，储能系统无法最大化充放电；新旧电池内阻差异造成环流，带来发热，加速新电池老化。
极简运维	新电池自动优化充放，无需手动调节备用电池，站上运维人员直接更换电池模组；降低相关运维成本 90% 以上。	需专家人工上站调整备件电池 SOC 并更换。
AI 内短路检测	突发型内短路：可通过剧烈短路识别算法检测； 衍生型内短路：可通过 AI 离群算法检测，极致安全。	难以识别内短路故障，存在火灾风险。
模块化系统设计	电池系统及 PCS 均采用模块化设计，系统可用度 99.9% 以上	无模块化设计，PCS 故障影响整个集装箱，系统可用度仅为 97%-98%。

资料来源：《华为智能组串式储能技术白皮书》，阳光工匠储能网，东方财富证券研究所

**电站+储能业务显著增强公司盈利能力。**我们认为天启鸿源的新能源业务将极大增强公司的整体盈利能力，公司在 2022 年与 2023 年年报中并未对电站及储能项目单独披露合同金额，我们以公司 2022 年公告中披露的项目为例进行分析电站项目。2022 年天启鸿源有襄阳二期屋顶光伏 6MW 项目，合同金额为 2800 万元，项目类型为“电站”，合同执行周期一年以内；而在一年以上项目中，“300MW 风储氢一体化项目”合同金额为 23.2 亿元，项目类型为“电站+储能集成”，开发周期 3-4 年，其中包括 300MW 风电并配套 45MWh/90MWh 储能；“承德航天天启 500MW 风光储氢一体化项目”合同金额 32.1 亿元，项目类型为“电站+储能集成”，开发周期 3-4 年，其中包括 300MW 风电、200MW 光伏并配套 100MWh/200MWh 储能。据公司 2024 年半年报，河北承德 300MW 风储氢一体化项目与 500MW 风光储氢项目均已进入开工建设阶段；据我们估算，若上述两个项目开发周期为 4 年，假定项目合同金额不变，则此二项目未来年均可贡献 13.8 亿元收入；若天启鸿源未来净利率为 2023 年年报及 2024 年半年报均值（分别为 22.32% 与 23.81%）23.07%，此二项目未来年均可给天启鸿源贡献

净利润 3.18 亿元，对比 2023 年全年天启鸿源 9046 万元净利润增长显著。

图表 40：天启鸿源部分新能源电站+储能项目情况

新能源业务主要项目	合同金额（万元）	所属业务	合同执行周期
襄阳二期屋顶光伏 6MW 项目	2800	新能源电站开发	一年以内
航天鸿源围场御道口 300MW 风储氢一体化项目	231704	电站+储能集成	3-4 年
承德航天天启 500MW 风光储氢一体化多能互补示范项目	321327	电站+储能集成	3-4 年

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

**新能源业务推进新能源钣金业务，带来协同效应。**公司推进新老业务整合，大力发展新能源钣金业务，目前储能系统集成主要由储能电芯、BMS、PCS、EMS、金属结构部件等构成，储能系统及其他金属结构配件是公司业务拓展的一个重要方向。2023 年公司钣金和桁架事业部实现了江苏同启储能 PACK 插箱、非标储能柜和储能集装箱的稳定供货；同时子公司鹤山协力承接了广东明阳电气股份有限公司变压器箱体的生产制造，公司逐步切入定制化程度较高的新能源箱体结构件领域，进一步拓宽公司核心业务金属材料定制化加工的应用场景，扎实推动两个主业协同发展。同时由于公司传统主业为电梯配件生产，通过下游电梯客户对接相关资源，顺利开展多个工商业储能项目及电站开发业务，实现传统主业和新能源业务之间的客户协同。

**积极布局，拓展海外业务。**公司积极践行共建“一带一路”倡议，2023 年 11 月，子公司天启鸿源世界银行肯尼亚微电网项目在肯尼亚举行项目启动仪式，肯尼亚总统 Ruto 等政府官员出席典礼活动。世行肯尼亚微电网项目拥有 7 个光、储、柴微网群，单体规模光伏容量 2MW+储能容量 6.7MWh 以上，同时提供光储柴微电网电源建设+配套建设输电网+微网后期进行运营维护，采用模块化设计，以满足电力负荷不断增长的需求；此外，微电网的 EMS 控制系统和电池 BMS 管理系统均为自主研发，可满足微电网并离网运行间无缝切换。该项目标志着天启鸿源海外电力项目建设取得标志性的进展。

图表 41：天启鸿源世行肯尼亚微电网项目在肯尼亚举行项目启动仪式



资料来源：天启鸿源官网，东方财富证券研究所



## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

核心假设：

1) 电梯业务：公司主业电梯业务受地产新开工面积影响较大，自 2022 年起收入有所承压，预计 2024 年仍将略有下滑。考虑到旧房改造创造了部分电梯需求，我们预计公司电梯业务在 2025 后有望迎来小幅增长，预计 2024-2026 年公司电梯业务同比增长-10%/5%/5%。

2) 新能源业务：公司新能源业务在 2023 年基数较低，随着多个生产基地在 2024 年投入使用，我们预计该项收入在 2024 年迎来高增长并在 2025-2026 年维持稳定增长，预计 2024-2026 年同比增长 220%/30%/20%。

3) 毛利率：公司电梯业务较为稳定预计毛利率保持稳定，新能源业务预计毛利率亦有望维持 30% 以上。

4) 费用率：各项费用率基本稳定。

图表 42：公司分业务营收预测

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
电梯业务	2295.7	2246.5	2001.4	1801.3	1891.3	1985.9
yoy (%)		-2.1%	-10.9%	-10.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	14.4%	14.6%	16.3%	16.0%	16.0%	16.0%
毛利	329.7	327.3	326.1	288.2	302.6	317.7
新能源业务		205.9	431.7	1381.3	1795.7	2154.8
YoY (%)			109.7%	220.0%	30.0%	20.0%
毛利率 (%)		29.0%	32.9%	31.0%	31.0%	31.0%
毛利		59.7	142.1	428.2	556.7	668.0
合计收入	2295.7	2452.4	2433.1	3182.6	3687.0	4140.7
YoY (%)		6.8%	-0.8%	30.8%	15.9%	12.3%
毛利率 (%)	14.4%	15.8%	19.2%	22.5%	23.3%	23.8%
合计毛利	329.7	387.1	468.2	716.4	859.3	985.7

资料来源：Choice 公司资料，东方财富证券研究所

### 4.2. 估值

同力日升是国内电梯零部件领先者，且有望打造新能源电站与储能第二曲线领先者，未来有望充分受益于：1) 围绕双碳目标和新型电力系统建设，新能源电站与储能行业快速发展；2) 老旧电梯更新改造需求持续增长。我们预计公司 2024-2026 年营收为 31.83/36.87/41.41 亿元，同比增长 31%/16%/12%；归母净利润为 3.05/4.20/4.98 亿元，同比增长 41%/38%/18%。当前股价对应 24 年 PE13.99x，可比公司平均 24 年 PE 为 32.59X，考虑到公司主业电梯业务较为平稳，相对增长空间不足，我们给予公司 24 年 20 倍 PE，目标价 36.40 元，时间周期为六个月。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

图表 43：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	简称	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
002559	亚威股份	0.18	0.26	0.37	0.52	64.75	31.86	22.54	16.27	未评级
301548	崇德科技	2.08	1.46	1.86	2.43	36.22	35.16	27.62	21.10	未评级
688789	宏华数科	2.74	2.42	3.12	3.94	36.99	30.76	23.89	18.93	未评级
	平均值					45.99	32.59	24.68	18.77	
605286	同力日升	1.23	1.82	2.50	2.96	24.28	13.99	10.17	8.59	买入

资料来源：Choice（截至 2024/10/10），未评级数据来自 Choice 一致预期，东方财富证券研究所

## 5. 风险提示

**原材料价格波动风险：**公司生产用原材料主要为不锈钢、碳钢、结构件和包装材料等，直接材料成本占生产成本的比例较高，原材料价格的波动直接影响到公司产品成本及毛利率。

**储能电力市场运行机制风险：**我国新型储能行业整体处于由研发、示范向商业化初期的过渡阶段，仍面临着从技术、应用到市场的不同层面的问题和挑战。现阶段还未完全建立起成熟的竞争性电力市场运行机制，很难合理地核定出各类电力辅助服务的价格，从而造成储能系统价值和收益难以实现对接。

**绿电增长速度与储能技术发展不均衡风险：**随着新能源项目大规模并网，新能源并网配套的输电网规划建设滞后，电网建设和新能源电力输送需求尚未达到同步。储能技术的推广一定程度上缓解了该问题，但是大容量、长时间、跨季节调节的储能技术还有待突破。

## 资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2800.37	3612.07	4419.72	5322.93
货币资金	727.50	1590.44	2202.11	2949.50
应收及预付	1274.75	1331.68	1540.41	1728.31
存货	522.89	304.05	348.63	388.97
其他流动资产	275.22	385.90	328.57	256.15
<b>非流动资产</b>	894.79	678.56	683.21	685.44
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	366.67	133.94	119.59	102.83
在建工程	59.97	62.97	65.97	68.97
无形资产	133.67	148.67	163.67	178.67
其他长期资产	334.48	332.98	333.98	334.98
<b>资产总计</b>	3695.15	4290.62	5102.93	6008.37
<b>流动负债</b>	1580.77	1802.37	2059.39	2292.96
短期借款	68.57	0.00	0.00	0.00
应付及预收	651.28	810.79	929.67	1037.25
其他流动负债	860.92	991.58	1129.72	1255.70
<b>非流动负债</b>	62.16	62.16	62.16	62.16
长期借款	24.00	24.00	24.00	24.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	38.16	38.16	38.16	38.16
<b>负债合计</b>	1642.93	1864.53	2121.54	2355.11
实收资本	176.00	168.00	168.00	168.00
资本公积	883.26	883.26	883.26	883.26
留存收益	872.04	1177.53	1627.76	2175.27
归属母公司股东权益	1805.73	2103.22	2553.45	3100.95
少数股东权益	246.50	322.87	427.93	552.31
<b>负债和股东权益</b>	3695.15	4290.62	5102.93	6008.37

## 利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2433.05	3182.56	3687.02	4140.73
营业成本	1964.88	2466.16	2827.74	3154.98
税金及附加	18.20	31.83	36.87	41.41
销售费用	15.84	31.83	36.87	41.41
管理费用	68.28	127.30	110.61	115.94
研发费用	79.27	95.48	92.18	103.52
财务费用	3.06	-5.19	-17.62	-27.81
资产减值损失	1.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.87	0.32	0.37	0.41
资产处置收益	-0.11	0.00	0.00	0.00
其他收益	22.67	9.55	11.06	12.42
<b>营业利润</b>	300.76	445.03	611.80	724.12
营业外收入	1.43	1.00	1.00	1.00
营业外支出	2.57	2.00	2.00	2.00
<b>利润总额</b>	299.63	444.03	610.80	723.12
所得税	41.45	62.16	85.51	101.24
<b>净利润</b>	258.18	381.87	525.29	621.88
少数股东损益	41.03	76.37	105.06	124.38
<b>归属母公司净利润</b>	217.14	305.49	420.23	497.50
EBITDA	326.81	623.70	632.47	733.70

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	251.61	1117.39	649.12	768.80
净利润	258.18	381.87	525.29	621.88
折旧摊销	54.39	261.23	144.35	162.77
营运资金变动	-66.86	471.42	-21.97	-17.26
其它	5.91	2.88	1.46	1.41
<b>投资活动现金流</b>	-104.96	-175.68	-36.63	-20.59
资本支出	-173.70	-46.00	-120.00	-116.00
投资变动	50.80	-130.00	83.00	95.00
其他	17.94	0.32	0.37	0.41
<b>筹资活动现金流</b>	-200.27	-78.77	-0.83	-0.83
银行借款	-167.00	-68.57	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.75	-8.00	0.00	0.00
其他	-34.02	-2.20	-0.83	-0.83
<b>现金净增加额</b>	-53.63	862.94	611.67	747.39
<b>期初现金余额</b>	<b>705.08</b>	<b>727.50</b>	<b>1590.44</b>	<b>2202.11</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>651.46</b>	<b>1590.44</b>	<b>2202.11</b>	<b>2949.50</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	-0.79%	30.81%	15.85%	12.31%
营业利润增长	94.56%	47.97%	37.47%	18.36%
归属母公司净利润增长	50.46%	40.69%	37.56%	18.39%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	19.24%	22.51%	23.31%	23.81%
净利率	10.61%	12.00%	14.25%	15.02%
ROE	12.03%	14.52%	16.46%	16.04%
ROIC	10.40%	12.16%	13.46%	12.95%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	44.46%	43.46%	41.58%	39.20%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	1.77	2.00	2.15	2.32
速动比率	1.28	1.72	1.86	2.03
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.66	0.74	0.72	0.69
应收账款周转率	2.37	2.81	2.81	2.81
存货周转率	4.65	10.47	10.58	10.65
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.23	1.82	2.50	2.96
每股经营现金流	1.50	6.65	3.86	4.58
每股净资产	10.75	12.52	15.20	18.46
<b>估值比率</b>				
P/E	24.28	13.99	10.17	8.59
P/B	2.78	2.03	1.67	1.38
EV/EBITDA	14.48	4.52	3.49	1.99

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。