

## 高机龙头历经考验，海外拓展潜力无限

2024年12月19日

► **高空作业平台龙头，全球竞争力突出。**公司成立于2005年，主营业务涵盖各类智能高空作业平台研发、生产、销售和服务，主要产品涵盖臂式、剪叉式和桅柱式三大系列200多款产品。公司科技创新实力强劲，已率先实现全系列产品电动化，是全球首家实现高米数、大载重、模块化电动臂式系列产品制造商。企业连续多年蝉联《Access International》发布的“全球高空作业平台制造企业20强”榜单前十强。2023年，公司实现营业收入63.12亿元，同比增15.92%，归母净利润18.67亿元，同比增48.51%；2024年前三季度，公司实现营收61.34亿元，同比增29.35%，归母净利润14.60亿元，同比增12.91%。

► **北美及亚太是高机主要需求市场，国内企业发展前景广阔。**基于《IPAF Rental Market Reports 2023》数据，2022年全球高空作业平台设备保有量为220万台，其中，北美保有量约88万台，占比39.94%，亚太地区保有量约80万台，占比36.41%，亚太地区高空作业平台设备保有量增长速度较快，主要来自中国地区的增长，EMEA地区设备保有量为45万台，占比约20.27%，拉丁美洲地区设备保有量7万台，占比约3.36%。基于《ACCESS M20 2024》的数据，2023年全球高空作业机械前20强的营收为155.3亿元，其中国内企业占比仅为30.89%，前景广阔。JLG和Terex继续作为全球行业龙头企业，以29和21亿美元营业收入位于全球行业排名1、2名，两家公司营业收入总和占比为32%。共有5家中国企业入围前20强，分别为徐工机械、浙江鼎力、中联重科、临工重机、星邦智能，国内企业发展迅速，全球市占率有望持续增长。

► **公司产品线齐全，模块化设计降本，历经关税考验，积极扩大臂式及电动剪叉产能。**公司的竞争力主要表现在：①产品线齐全，产品技术力领先行业，相比竞争对手，公司产品的最高工作高度和最大负载均大于竞争对手；②公司的模块化设计理念颠覆传统行业思维，有效降低了客户的成本；③经历关税考验，实力获得海外客户认可，公司在美国和欧洲的“双反”调查中，较国内竞争对手税率更低，对公司拓展欧美市场提供支持，公司今年完成对CMEC的收购，为后续灵活调整对美供货模式提供帮助；④积极扩大臂式及电动剪叉产能，2024年公司五期工厂已经进入投产阶段，预计新增4,000台臂式高空作业平台设备产能（公司2023年臂式销量5,492台），六期工厂处于规划阶段，预计2027年投产，新增2万台电动剪叉高空平台设备产能（2023年公司剪叉销量4.28万台）。

► **投资建议：**公司作为国内高机龙头，历经关税考验，并表现出较强的竞争力和盈利性，我们看好公司未来发展前景，预计2024年-2026年公司归母净利润为20.92亿元/25.07亿元/30.28亿元，对应的PE分别为15x/12x/10x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**海外贸易政策变动风险、汇率风险、市场竞争风险

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,312	8,096	9,170	11,019
增长率(%)	15.9	28.3	13.3	20.2
归属母公司股东净利润(百万元)	1,867	2,092	2,507	3,028
增长率(%)	48.5	12.0	19.9	20.8
每股收益(元)	3.69	4.13	4.95	5.98
PE	17	15	12	10
PB	3.5	3.1	2.6	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年12月19日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

61.88元



分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

邮箱：lizhe\_yj@mszq.com

分析师 罗松

执业证书：S0100521110010

邮箱：luosong@mszq.com

# 目录

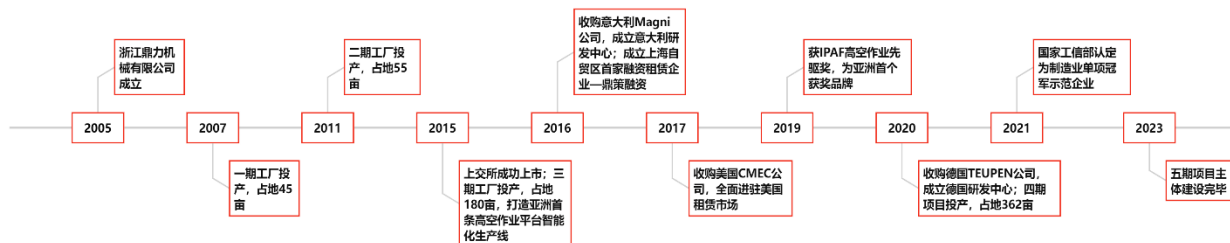
<b>1 国内高空作业平台龙头，业务布局覆盖全球</b>	<b>3</b>
1.1 产品齐全，立足国际	3
1.2 业绩表现优异，公司盈利水平持续增长	4
<b>2 公司未来需求主要来自海外</b>	<b>8</b>
2.1 高空作业平台产业链成熟，下游应用场景广泛	8
2.2 全球市场规模庞大，国内厂商前景良好	9
2.3 海外市场：高空作业平台行业高景气延续	10
<b>3 技术创新能力是公司核心竞争力</b>	<b>13</b>
3.1 产品技术力领先行业，模块化设计塑造优势	13
3.2 注重研发实力，领跑“臂式+电动化”新趋势	14
3.3 全球化布局卓有成效，海外收入有望进一步增长	16
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>19</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	19
4.2 估值分析	20
4.3 投资建议	20
<b>5 风险提示</b>	<b>21</b>
<b>插图目录</b>	<b>23</b>
<b>表格目录</b>	<b>23</b>

# 1 国内高空作业平台龙头，业务布局覆盖全球

## 1.1 产品齐全，立足国际

浙江鼎力机械股份有限公司成立于 2005 年，主营业务涵盖各类智能高空作业平台研发、生产、销售和服务，主要产品涵盖臂式、剪叉式和桅柱式三大系列，是国内高空平台行业的龙头企业。公司科技创新实力强劲，建有海外研发中心及中国企业研究院，已率先实现全系列产品电动化，是全球首家实现高米数、大载重、模块化电动臂式系列产品制造商。公司自成立以来，积极推进全球化布局，不断完善海外渠道建设，先后投资了意大利 Magni 公司、美国 CMEC 公司、德国 TEUPEN 公司，全面实现销售网络及技术创新的全球化。

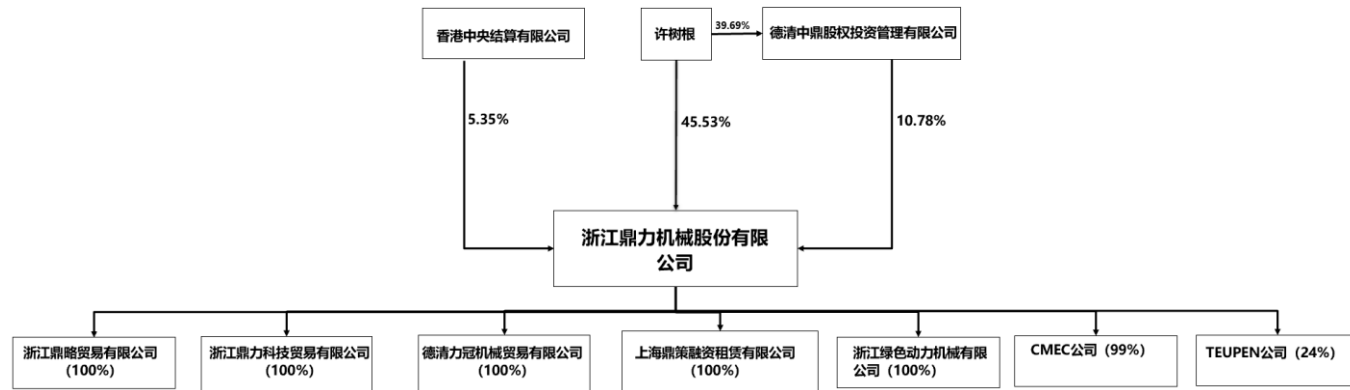
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

截至 2024Q3 末，公司创始人许树根实际控股 49.81%，股权较为稳定。截至 2024Q3 末，公司创始人许树根直接控股 45.53%，通过德清中鼎股权投资管理有限公司间接控股 4.28%，为公司的实控人。公司下设全资子公司有上海鼎策融资租赁有限公司、浙江绿色动力机械有限公司等，同时持有海外公司 20%以上股份，积极拓展海外布局。

图2：公司股权情况（截至 2024Q3 末）



资料来源：IFIND 数据库，公司公告，民生证券研究院

公司高空作业平台产品齐全，主要产品涵盖臂式、剪叉式和桅柱式三大系列共 200 多款规格。臂式系列包含直臂式和曲臂式两类，涵盖电动、混动、柴动三种动力源，工作高度覆盖 16 米-44 米，最大荷载 454kg；剪叉式系列工作高度覆盖 6

米-37米，最大荷载 1000kg；桅柱式系列包括桅柱式高空作业平台及高空取料平台产品，工作高度覆盖 7 米-14 米，最大荷载 300kg。同时，公司已推出玻璃吸盘车、轨道高空车、模板举升车等多种差异化产品，积极满足市场的差异化需求。

**表1：公司产品类型**

产品系列	驱动类型	细分类型	工作高度	最大负载	图片示例
臂式高空作业平台	电动	直臂	16米-44米	454KG	
		曲臂			
	柴动	直臂			
		曲臂			
混动	直臂				
	曲臂				
剪式高空作业平台	电动	大型剪叉车	6米-37米	1000KG	
		小型剪叉车			
		迷你剪叉车			
	柴动	大型剪叉车			
桅柱式高空作业平台	电动	套筒式	7米-14米	300KG	
		桅柱式			
差异化产品	电动	玻璃吸盘车	5米-22米	1800KG	
		高空取料机			
	柴动	拣选车			
		玻璃吸盘车			
		轨道交通车			

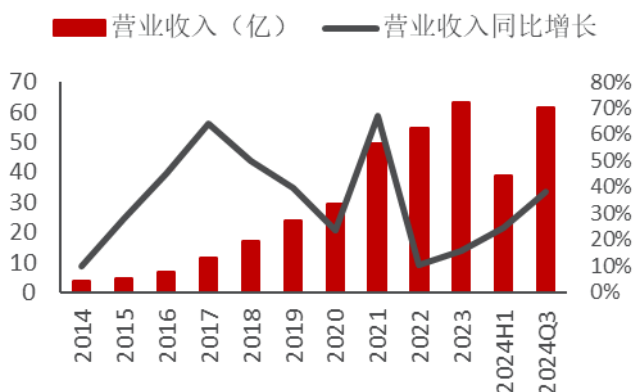
资料来源：公司官网，民生证券研究院

## 1.2 业绩表现优异，公司盈利水平持续增长

公司营业收入及归母净利润增长趋势明显。自 2014 年以来，公司营业收入持续增长，在 2021 年公司营业收入实现快速上涨，同比增长率为 67.05%。2023 年公司全年营业收入为 63.12 亿元，同比增长 15.91%，2024H1 公司营业收入达到 38.59 亿元，同比增长 24.56%，第三季度达到 61.3379 亿元。

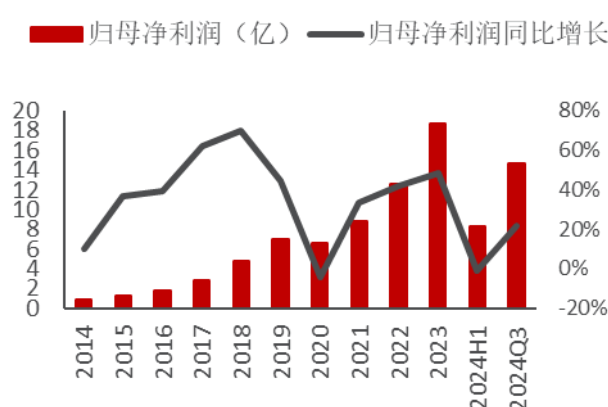
在 2020 年受疫情等因素影响，公司归母净利润小幅度下滑，但总体保持增长势头，2023 年全年公司归母净利润为 18.6715 亿元，2024 年 H1 公司归母净利润为 8.2438 亿元，接近公司 2023 年全年归母净利润的一半，公司盈利水平优异，增长势头明显，第三季度达到 14.6044 亿元。

图3: 2014-2024Q3 公司营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: IFIND, 民生证券研究院

图4: 2014-2024Q3 公司归母净利润 (亿元) 及增速

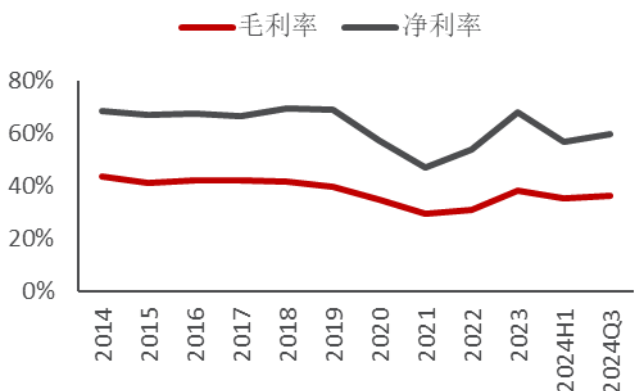


资料来源: IFIND, 民生证券研究院

公司盈利实力强劲。自 2014 年至 2019 年, 公司毛利率保持在较高水平, 公司净利率稳步增长, 2020-2021 年由于疫情和产能升级的影响, 公司的毛利率和净利率有所下降, 2022 年开始, 公司的毛利率和净利率开始逐步回升, 2024 年上半年公司毛利率 35.30%, 同比增长 2.57%, 净利率为 21.37%, 由于财务费用的上涨导致同比下滑 5.47%, 第三季度毛利率和净利率保持稳定。

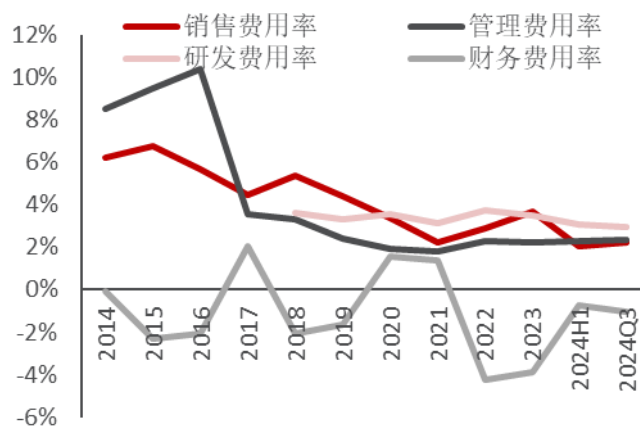
在期间费用率上, 公司管理实力强劲, 期间费用率维持在较低水平。管理费用率在 2017 年实现大幅下降, 并维持在较低水平, 2024 年第三季度年为 2.32%, 由于海外业务的拓展, 公司销售费用率自 2021 年有小幅度上涨, 2024 年上半年为 2.06%, 同比上涨 0.59%, 第三季度销售费用率达到了 2.32%, 公司财务费用率自 2022 年始终保持负水平。

图5: 2014-2024Q3 公司毛利率及净利率



资料来源: IFIND, 民生证券研究院

图6: 2014-2024Q3 公司期间费用率



资料来源: IFIND, 民生证券研究院

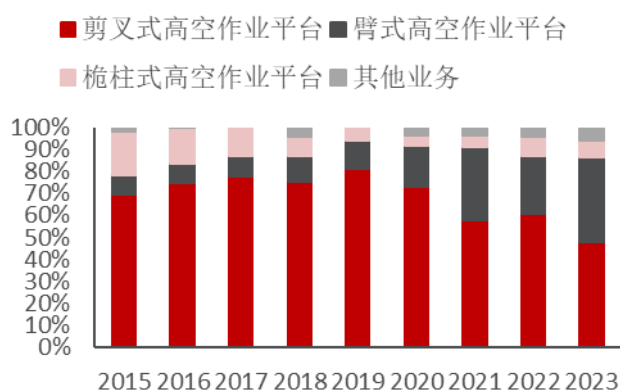
臂式产品的营业收入占比逐年增加, 逐渐成为公司的主力产品。从 2015 年至 2020 年, 剪叉式产品营业收入占比较大, 多年维持在 60%以上, 2020 年以后, 臂式产品的销售额迅速增加, 在 2023 年, 臂式产品营业收入占比 38.75%, 剪叉式产品营业收入占比 47.69%, 两种产品之间的差距逐渐减小。在产品的毛利率上, 剪叉式产品和桅柱式产品的毛利率始终维持在高水平, 臂式产品的毛利率较低。自



2022 年开始，三种产品的毛利率开始增长。

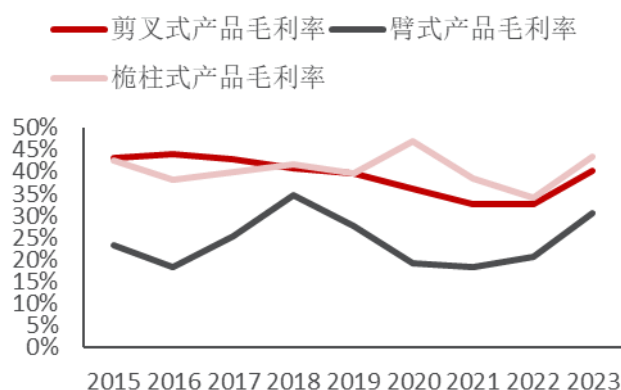
浙江鼎力企业遵循“先剪刀、再臂式”的发展路径，目前正处于产品结构调整的重要节点，目前臂式产品毛利率较低的原因主要集中在：(1) 剪叉式产品的结构相对简单，制造工艺与技术比臂式产品更为成熟，从而降低了成本；而臂式产品由于更高的作业高度和复杂的设计工艺，我们参考公司 2023 年财务数据及销量数据，估算得出公司剪叉式产品均价 7 万元，臂式产品均价 44.5 万元，臂式产品的制造成本较高。(2) 剪叉式产品进入市场时间较早，具有更多的客户资源，并且完成产能的释放，生产规模较大，规模效益明显，能够较好的均摊成本；臂式产品目前正处于放量阶段，单位成本较高，规模效应不明显。

图7：2015-2023 产品营收占比变化



资料来源：IFIND，民生证券研究院

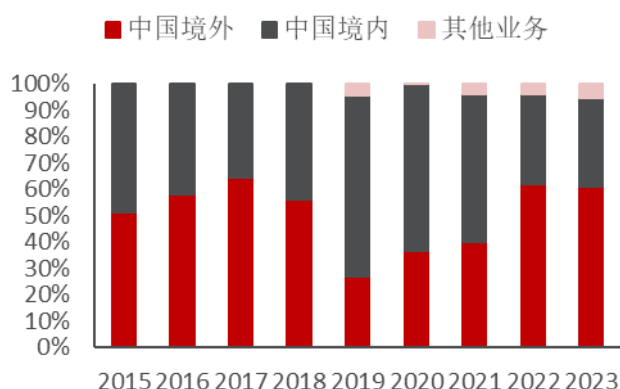
图8：2015-2023 产品毛利率变化



资料来源：IFIND，民生证券研究院

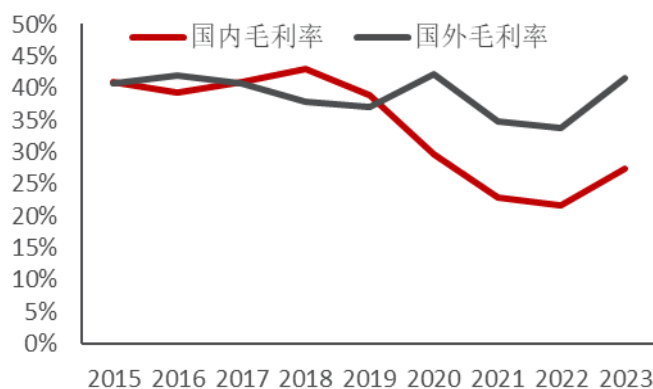
全球化布局成效明显，海外地区营收为公司营收的主要贡献。2015 年-2018 年，海外地区营收占比均超过 50%，2019 年-2021 年受疫情影响，海外营收占比下降，2022 年开始海外收入恢复正常水平，公司营收水平恢复高速增长水平。在地区毛利率上，自 2019 年开始，海外地区毛利率大幅超过国内毛利率，在 2023 年，海外毛利率为 41.65%，国内毛利率为 27.30%，随着公司全球化布局的推进，公司的盈利水平有望进一步提升。

图9：2015-2023 公司各地区营业收入占比变化



资料来源：IFIND，民生证券研究院

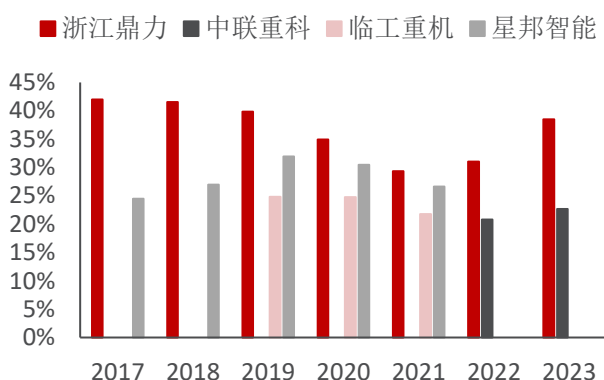
图10：2015-2023 地区毛利率变化



资料来源：IFIND，民生证券研究院

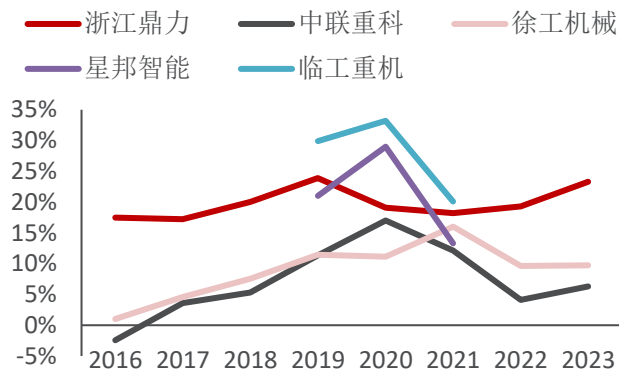
浙江鼎力盈利水平领先行业。在毛利率水平上，本文选取了中联重科、临工重机和星邦智能三家公司进行对比，浙江鼎力毛利率水平始终处于行业领先地位，2023年浙江鼎力毛利率达到38%，中联重科毛利率为22.66%，浙江鼎力毛利率领先中联重科15%以上；从ROE水平上分析，从2016年开始，浙江鼎力ROE水平始终超过徐工机械和中联重科，且浙江鼎力ROE水平波动较小，较为稳定，自2021年开始，浙江鼎力ROE水平开始逐步增加，2023年达到23%，大于其余两家的总和，公司盈利水平处于行业领先。

图11: 浙江鼎力毛利率领先



资料来源: IFIND, 民生证券研究院

图12: 浙江鼎力 ROE 领先



资料来源: IFIND, 民生证券研究院

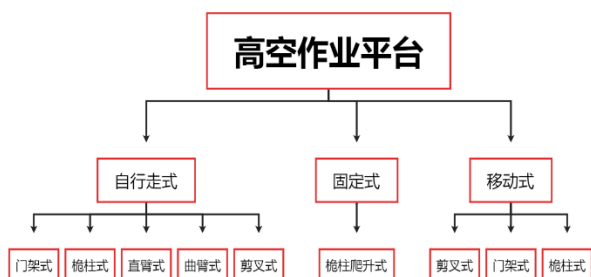
## 2 公司未来需求主要来自海外

### 2.1 高空作业平台产业链成熟，下游应用场景广泛

高空作业平台是指在一定的高度下进行作业操作的可移动性高空作业产品，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。高空作业平台目前涵盖较多种类，通过底盘动力来分类，可分为自行走式、固定式、移动式；基于举升结构，可将高空平台分类为直臂式，曲臂式，剪叉式，门架式，桅柱式和桅柱爬升式。

高空作业平台行业产业链成熟，下游应用范围广泛。高空作业平台上游主要为发动机、电控系统和驱动电机等核心零件的生产，下游应用已覆盖多个行业，目前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。随着高空平台的不断发展，其应用范围有望进一步扩大。

图13：高空作业平台分类



资料来源：华经情报网，民生证券研究院

图14：高空作业平台应用场景



资料来源：公司官网，民生证券研究院

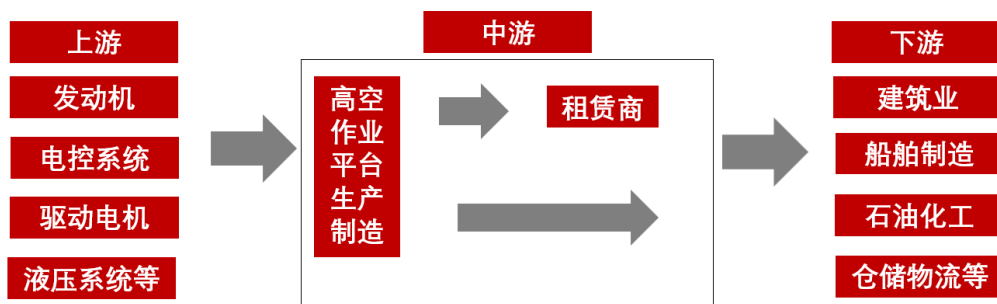
高空作业平台安全系数高，保障工作人员生命安全。基于住建部数据，2020年高空坠落事故总数达到407件，在安全事故中占比59%，高空坠落仍然是近几年房屋市政工程生产安全事故的首要原因。相较于欧美等发达地区，我国的工程安全意识薄弱，安全性高的作业设备应用率较低。随着国内经济发展，国内安全意识逐渐增强，2022年，交通运输部提出，项目工程组要保证工程实施的安全，确保高空作业平台、架桥设施设备的风险监控。

高空作业平台以租赁模式作为主要商业模式，2022年中国高空作业平台租赁设备量占总保有量的88%。租赁是工程机械中较为常见的商业模式，租赁商只需支付一定费用，便能将机器租用出去，同时，高空平台设备不属于特种机械，无需特殊人员操作；对于施工方来说，租赁设备的金额，远远小于购买设备的费用，从而减小的施工成本，并且租赁能够更加灵活的应用不同设备，有利于施工效率的提



升。

图15：高空作业平台以租赁为主要商业模式

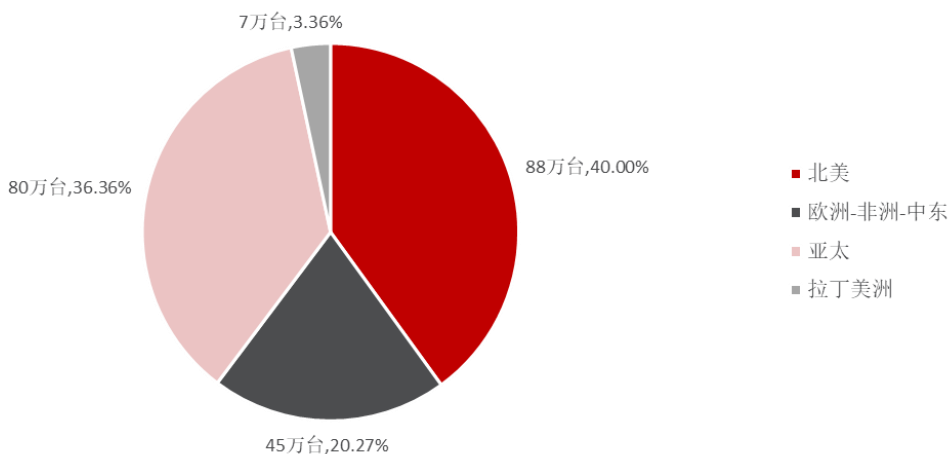


资料来源：华经产业研究院，宏信建发招股说明书，民生证券研究院

## 2.2 全球市场规模庞大，国内厂商前景良好

全球高空作业平台租赁市场保有量稳步上升，基于《IPAF Rental Market Reports 2023》数据，2022 年全球高空作业平台设备保有量为 220 万台，同比增长 10%。其中北美洲保有量约 88 万台，占比 39.94%，亚太地区保有量约 80 万台，占比 36.41%，亚太地区高空作业平台设备保有量增长速度较快，主要来自中国地区的增长，EMEA 地区设备保有量为 45 万台，占比 20.27%，拉丁美洲地区设备保有量 7 万台，占比 3.36%。

图16：2022 年全国高空作业平台设备保有量

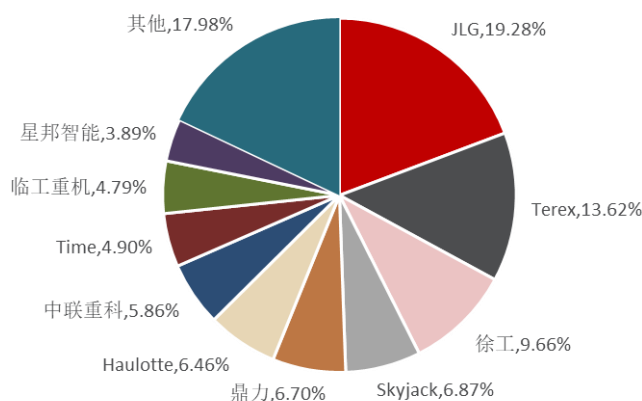


资料来源：IPAF，公司年报，民生证券研究院

2023 年全球高空作业平台市场规模达到 153 亿美元。基于《ACCESS M20 2024》的数据，2023 年全球高空作业机械前 20 强的营收为 155.3 亿元，其中国内企业占比 30.89%，国外企业占比 69.11%。从具体企业上看，JLG 和 Terex 继续作为全球行业龙头企业，以 29 和 21 亿美元营业收入位于全球行业排名 1、2 名，两家公司营业收入总和占比为 32%。共有 5 家中国企业入围前 20 强，分别为全球

排名第 3、5、7、9 和 10 名的徐工机械、浙江鼎力、中联重科、临工重机、星邦智能，国内企业发展迅速，全球市占率有望持续增长。

图17：2023 年全球高空作业平台市场规模达 153 亿美元

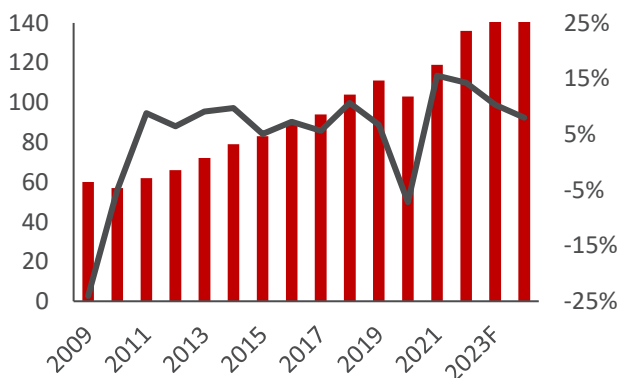


资料来源：ACCESS M20，民生证券研究院

## 2.3 海外市场：高空作业平台行业高景气延续

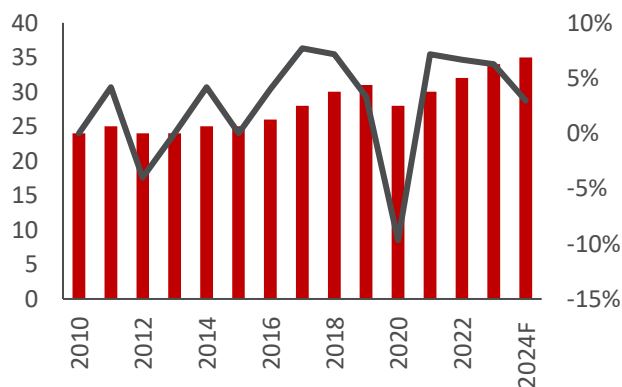
欧美租赁市场规模增长稳定。美国市场租赁市场增长趋势显著，2022 年美国高空作业平台租赁市场规模达到 136 亿美元，同比增速为 14%，预计 2024 年市场规模可以达到 162 亿美元；与美国租赁市场相比，欧洲十国租赁市场规模稳定增长，增长幅度较小，截至 2022 年，欧洲十国高空作业平台租赁市场规模为 32 亿欧元，同比增长 6%，预计 2024 年的租赁收入达到 35 亿欧元。

图18：美国高空作业平台租赁市场规模变化 (亿美元)



资料来源：IPAF，公司年报，民生证券研究院

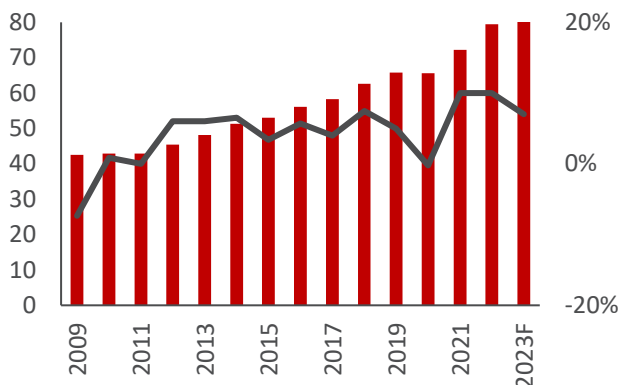
图19：欧洲十国高空作业平台租赁市场规模 (亿欧元)



资料来源：IPAF，公司年报，民生证券研究院

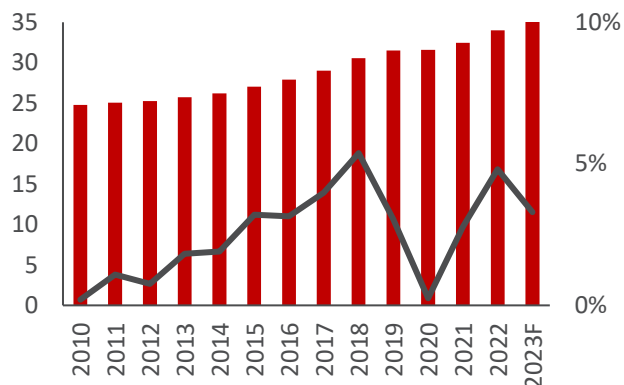
美国高空作业平台设备保有量增长趋势明显，欧洲十国高空作业平台设备保有量增长稳定。在人均保有量上，2021 年欧洲十国为 8.83 台/万人，美国为 21.74 台/万人，远远高于中国的 2.33 台/万人。欧美市场更新需求稳定、产品结构完善，其中臂式产品保有量占比 40%。2022 年美国高空作业平台设备保有量达到 79 万台，同比增长 10%，2009 年至 2022 年的综合增速为 86%；2022 年欧洲十国的高空作业平台设备保有量为 34 万台，同比增长 4%，2010 年至 2022 年的综合增速为 37%，欧洲十国高空设备保有量较为稳定。

图20: 美国高空作业平台设备保有量变化 (万台)



资料来源: IPAF, 公司年报, 民生证券研究院

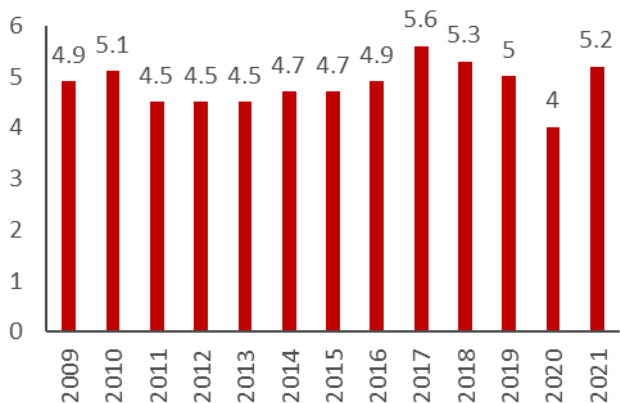
图21: 欧洲十国高空作业平台设备保有量变化 (万台)



资料来源: IPAF, 公司年报, 民生证券研究院

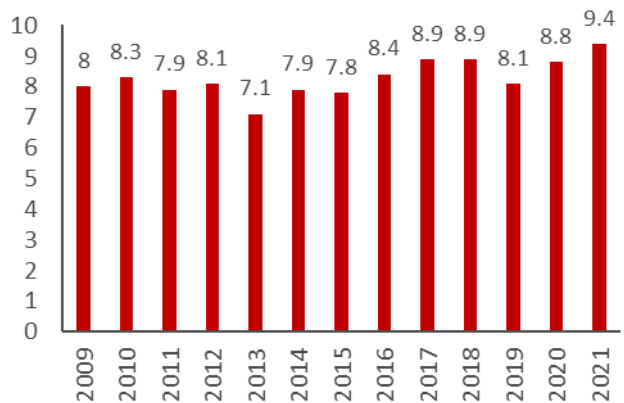
2021年美国高空作业平台设备平均服役年限为5.2年, 欧洲高空作业平台设备服役年限为9.4年, 美国高空设备更新速率较快。欧美高空作业平台市场起源时间较早, 经过多年的发展, 欧美市场竞争趋近于稳定, 行业发展已经步入成熟阶段。欧美市场的需求主要来自于设备更新需要。

图22: 美国高空作业平台设备平均服役年限



资料来源: 星邦智能招股书, IPAF, 民生证券研究院

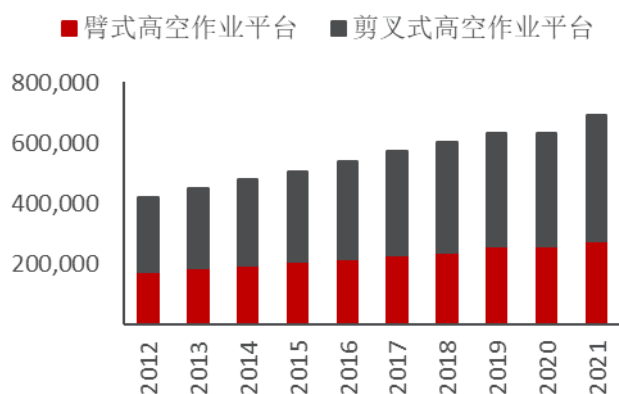
图23: 欧洲十国高空作业平台设备平均服役年限



资料来源: 星邦智能招股书, IPAF, 民生证券研究院

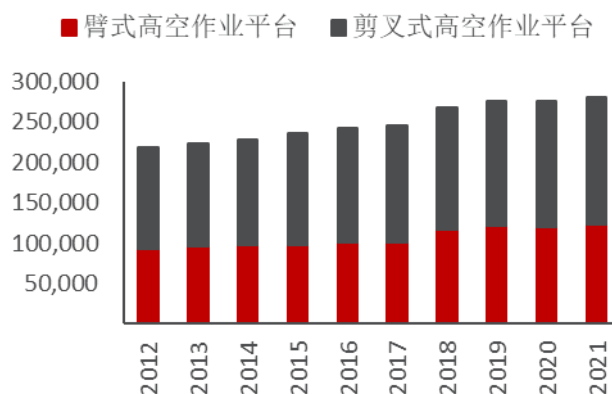
在高空作业设备市场的产品结构上, 欧美市场目前以剪叉式作业平台为主, 2012年-2019年, 欧美剪叉式设备保有量稳定增长, 在2019年, 美国剪叉式设备保有量为376,349台, 欧洲十国剪叉式设备保有量为154,754台, 2020年美国剪叉式设备保有量小幅度下滑, 欧洲十国剪叉式设备稳步上升。由于臂式设备具有良好的盈利能力, 欧美市场也愈发重视臂式设备, 2012年-2021年, 欧美臂式设备保有量快速上涨, 2021年, 美国臂式设备保有量为274,400台, 复合年增长率为5.33%; 2021年, 欧洲十国臂式设备保有量为122,463台, 复合年增长率为3.09%, 臂式产品的市场份额有望进一步增加。

图24: 美国臂式设备、剪式设备保有量 (台)



资料来源: 临工重机招股说明书, 民生证券研究院

图25: 欧洲十国美国臂式设备、剪式设备保有量 (台)

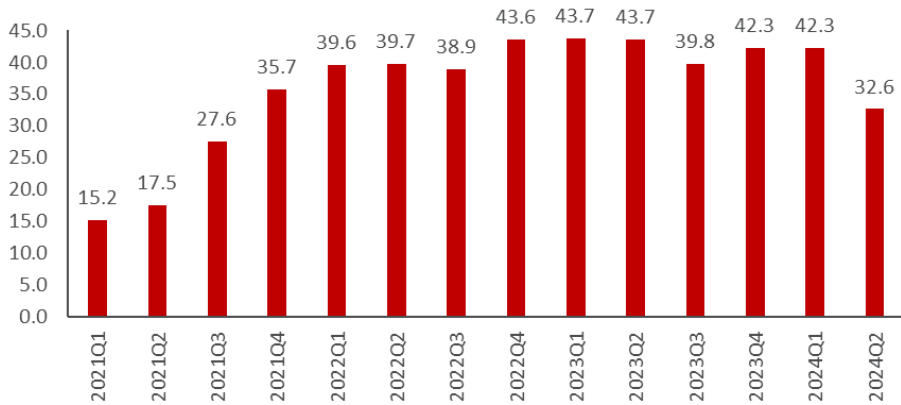


资料来源: 临工重机招股说明书, 民生证券研究院

欧美经济刺激政策带动高空作业平台需求。2021 年美国总统拜登签署《基础设施与就业法案》，该法案计划在 2022 年至 2026 年，逐步投放 5500 亿美元用于基础设施建设，涵盖道路、公共交通、铁路等，该法案给基础设施提供了近几年来最大的投资，有望促进美国高空作业平台设备需求的上涨。

全球高空作业平台龙头积压订单金额庞大。基于 Oshkosh 公告数据，自 2021 年第四季度开始，JLG 企业的积压订单数量维持在 30 亿美元以上，近几个季度维持在 40 亿左右，2024 年第二季度积压订单 32.6 亿美元，积压订单金额下降，但整体分析发现，JLG 企业积压订单处于较高水平，北美市场下游企业需求量大。

图26: JLG 积压订单 (亿美元)



资料来源: Oshkosh 公告, 民生证券研究院

### 3 技术创新能力是公司核心竞争力

#### 3.1 产品技术力领先行业，模块化设计塑造优势

公司产品线齐全，产品技术力领先行业。公司主要产品涵盖臂式、剪叉式和桅柱式三大系列共 200 多款规格，同时，公司推出轨道高空车、模板举升车等多种差异化产品，基本满足市场需求。在产品技术力上，目前臂式产品有三种动力源选择，电柴混动同平台，工作高度覆盖 16 米-44 米，最大负载 454 千克，适配不同应用场景，对比业内臂式产品竞争对手，竞争对手目前臂式产品仅有电动和柴动两种动力源，工作高度和最大负载均小于鼎力公司产品。同时，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27：公司产品线齐全，产品技术力领先行业



资料来源：公司官网，民生证券研究院

模块化设计颠覆传统行业理念。浙江鼎力曾预估过在墨西哥或者其他海外地区进行生产，生产成本将增加 20%-30%，为了减少公司的成本，公司开始研发模块化设计和整机运输的运营模式，公司具备业内领先的模块设计和整机运输实力。

浙江鼎力臂式产品采用模块化设计理念，产品部件、结构件通用性强，臂式 16~44 米系列中，95%主要部件、90%结构件通用，对于企业，这有助于快速开发新产品，并且降低公司产品生产中的采购、物流、制造和服务成本；对于客户，模块化设计降低了客户的维修及存储成本，维修人员只需学会一款产品的维修技能，便能运用在其他产品上；同时客户不用再购买多套配件。

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，可有效节省运输空间，降低运输成本，提高装运效率。



**图28: 浙江鼎力产品发展时间线**

2009.10	42米直臂式作业平台下线	2018.03	与上海宏信签署战略合作协议	2020.11	AJ Rental (韩国最大租赁公司)、LOTTE rental (乐天) 完成电动臂式交机
2012.04	自行走直臂桥式高空作业平台 (GTBZ16SU) 小批量量产	2018.03	浙江鼎力合作研发的高空作业平台产品的专用锂电池正式问世	2021.01	电动臂式 (PLAN G) 持续国际化, 电动臂式销往英国、意大利、荷兰后, 英国等国家
2015.04	全系列电动剪叉式高空平台通过德国TUV莱茵认证	2019.03	鼎力意大利研发中心向全球推出24-34米模块化电动臂式系列, 行业迈入电动化时代	2021.12	鼎力电动臂式BA22ERT亮相, 电动臂式工作高度已覆盖16-30.3米
2015.09	浙江鼎力加快布局非洲市场	2019.10	与德国荷贝克公司联合研发的质保2年寿命达4年的纯锂电池即日起正式入市	2022.04	浙江鼎力和万邦重工正式签署战略合作协议, 助力全球船舶修造业的绿色、低碳、可持续发展
2015.12	浙江鼎力作为全球最早研制16米电动剪叉的制造企业, 产品远销欧、美、亚、非等80多个国家和地区	2019.10	与日本最大租赁公司日建租赁 (Nikken Corporation) 展开合作, 打开日本市场	2023.06	机型已超200款, 全球行业唯一16-44米大载重模块化臂式具有柴动、电动、混动三种动力源选择
2016.06	设立整机再制造工厂, 提供整机再制造服务, 国内首家提出高空作业平台再制造的企业。	2020.03	浙江鼎力全球发布7款家族式模块化电动臂式系列 (最高30.3米, 载重454kg)		
2016.07	浙江鼎力携手Magni“双品牌”战略海外批量发货	2020.06	浙江鼎力臂式系列发货意大利, 以意大利为切入点, 推广更多的鼎力臂式将遍布欧洲		
2016.12	电动自行走曲臂式高空作业平台 (GTBZ20AE) 亮相	2020.08	Collé向鼎力下单300余臂式订单, 将高米数电动臂式产品带入欧洲市场		
2017.03	研发出十多款家族式高空作业平台模块化新品				



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

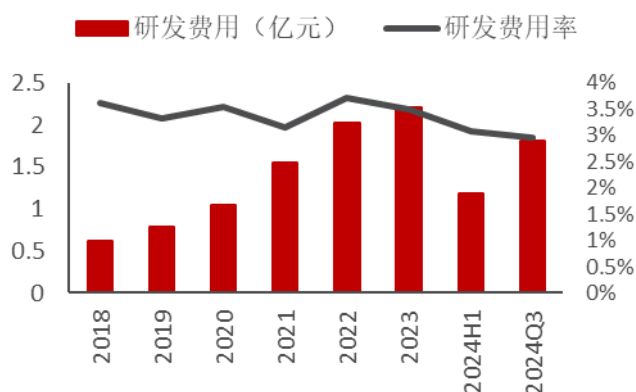
### 3.2 注重研发实力, 领跑“臂式+电动化”新趋势

公司研发实力强劲。自2016年, 公司研发投入逐步增加, 2023年研发投入达到2.2亿元, 同时, 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265项, 其中发明专利120项, 国外专利81项, 计算机软件著作权登记证5项, 专利数量处于行业领先地位。公司曾参与制定国家标准16项, 行业标准9项, 公司技术已成为行业领头。

电动化成为绿色发展新趋势。2019年12月, 欧洲发布了《欧洲绿色协议》, 旨在2050年之前实现“碳中和”; 2022年9月, 美国发布了《降低通货膨胀法案》, 促进清洁能源经济的发展。在绿色发展的背景下, 美国和欧洲高空设备租赁市场的电动化趋势明显, 截至2022年, 美国高空租赁市场中, 剪叉式设备中有93%的设备实现电动化, 臂式设备中有20%的设备实现电动化; 欧洲高空租赁市场中, 剪叉式设备电动化率为84%, 臂式设备电动化率为46%, 未来随着绿色发展的不断深入, 浙江鼎力企业的海外营收有望进一步增长。

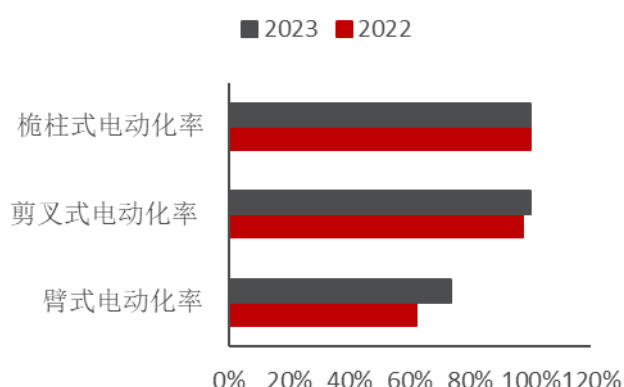
公司产品电动化程度逐渐提升。公司紧紧围绕行业“电动化、智能化、绿色化”发展方向, 打造绿色智能产品, 截至2023年, 业内率先实现全系列产品电动化, 公司剪叉式产品及桅柱式产品电动化率已达100%, 臂式产品电动化率为73.36%, 为全球首家实现高米数、大载重电动臂式系列产品制造商, 能够有效应对海外客户对于节能减排、清洁生产等方面的要求。

图29: 公司研发投入变化 (亿元)



资料来源: IFIND, 民生证券研究院

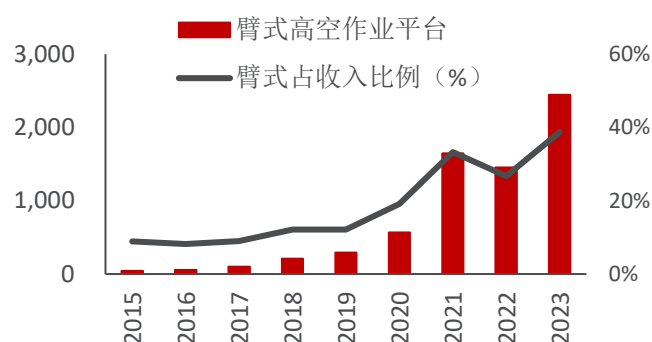
图30: 公司产品电动化率



资料来源: 浙江鼎力公告, 民生证券研究院

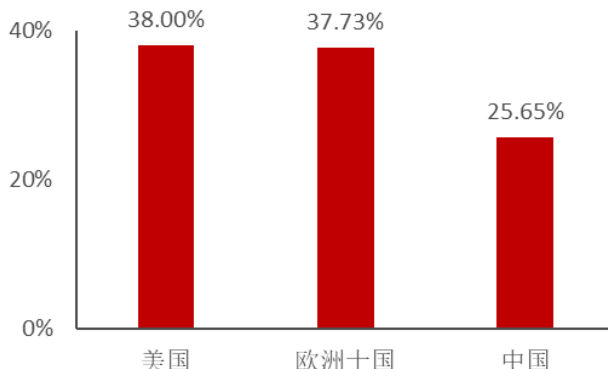
臂式产品适用于多种场景, 规模效益增长稳定。目前行业内应用最多的产品为剪叉式产品, 其承载能力较强, 但应用范围较窄。相比起剪叉式产品, 臂式产品分为直臂式和曲臂式, 臂式产品的承载能力低于剪叉式产品, 但其具有更广的应用范围。

图31: 公司臂式产品营收及占总营收比例 (百万元)



资料来源: IFIND, 民生证券研究院

图32: 2021 年欧美臂式设备占比量高于中国



资料来源: Ducker Worldwide, 民生证券研究院

电动臂式产品有效减小日常成本消耗。浙江鼎力选取 44 米电动臂式, 对比业内同级柴动臂式, 实测发现, 电动臂式设备每月电费消耗仅为 1161 元, 柴动臂式设备每月油费达到 5190 元, 其次, 柴动臂式设备的维保费用为 1500 元, 同级别下, 除去柴动臂式设备维护费用, 柴动臂式设备的邮费成本为电动臂式设备电费成本的 3 倍以上, 电动臂式设备具有较好的经济性。

**表2：电式臂式设备和燃油臂式设备运营成本分析 (44 米)**

指标	电动臂式设备	柴动臂式设备
电价/油价	1 元/kWh	7.7 元/L
日运行时间	6h/天	6h/天
月运行天数	30 天	30 天
月电 (柴油) 消耗量	1161kWh	674.03L
月日常费用	1161 元	5190 元
月维护费用	免维护	1500 元/月
月使用费用	1161 元	6690 元

资料来源：浙江鼎力官方公众号，民生证券研究院

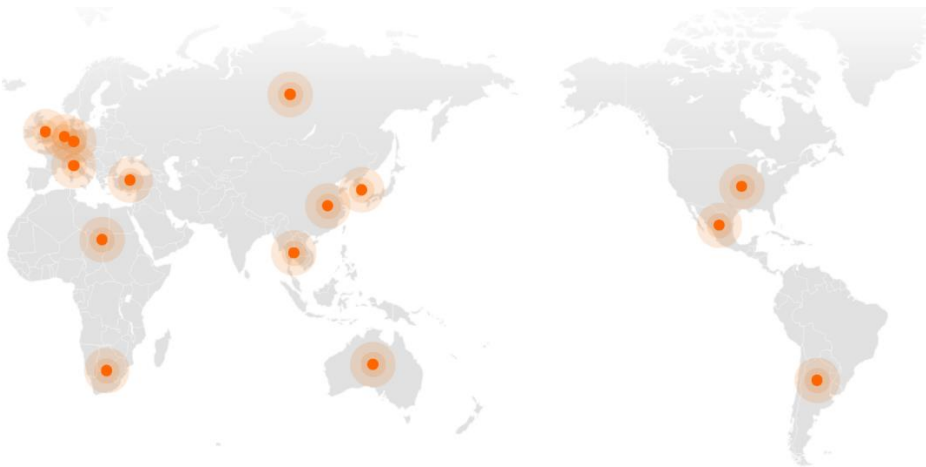
### 3.3 全球化布局卓有成效，海外收入有望进一步增长

公司积极推进全球化布局。公司已经成立多个海外子公司，通过海外子公司的销售团队来开拓海外市场，同时，本地化的销售团队能更快的处理客户的需求，从而增强了自身的服务质量，在全球范围内获得良好的口碑，公司旗下子公司已经遍布 80 多个地区，实现销售网络的全球化。

公司以并购形式来增强研发实力。2016 年公司以 1437.5 万欧元对 Magni 增资，持有 20% 股权，基于 Magni 研发实力，公司顺利发布 M 系列臂式产品，2023 年 11 月公司将 20% 股权全部转让，但公司与 Magni 仍保持紧密合作关系。2020 年公司收购 TEUPEN 公司 24% 的股权，成立相关研发中心。2024 年公司通过先后收购 50.2% 股权和 49.8% 股权，获得 CMEC 公司的控制权，基于 CMEC 公司旗下的研发、销售等团队，利于公司进一步开拓北美市场。

浙江鼎力企业针对不同地区的企业采用不同的商业模式。在国内市场，公司采用直销模式，主要客户为租赁商，在海外市场，公司采取经销和直销的商业模式，经销模式下，公司出售产品给经销商，经销商再将产品出售给下游租赁公司及其终端用户；直销模式下，客户主要是境外租赁公司及终端用户。在美国市场，公司主要通过 CMEC 公司进行客户开拓，2019 年上半年接了联合租赁 5000 万美金的订单；在欧洲市场上，海外的租赁公司对中国品牌有顾虑，2019 年公司为了加快欧洲市场的推进，将更多的欧洲市场放给 Magni 企业，基于 Magni 企业的资源获得更多的欧洲市场份额，2023 年浙江鼎力将 Magni 股权转让回 Magni 母公司，未来公司将通过与 TEUPEN 企业的合作，进一步开拓欧洲市场。

图33: 公司推进全球化布局



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

“双反”税率低于同行, 积极寻找减小“双反”措施。2021年美国商务部对中国进口的移动式升降平台和组件发起反倾销和反补贴立案调查。调查的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。经过最终裁决, 浙江鼎力的反补贴税率为 11.95%, 反倾销保证金税率为 31.54%, 共计税率为 43.49%;与同行的其他公司相比, 临工重机的“双反”税率为 183.44%, 中国其他出口商/生产商的“双反”税率为 178.07%, 由于公司“双反”税率较低, 公司能较顺利的在美国市场开展经营活动, 此外公司保留申诉权力, 未来“双反”税率存在谈判空间。公司通过积极发展非贸易摩擦地区的市场开发、开发差异化产品等措施减小“双反”税率带来的影响。

表3: 美国“双反”裁决结果

	反倾销税	反补贴税	双反税率
浙江鼎力	31.54%	11.95%	43.49%
临工重机	165.10%	18.34%	183.44%
其他公司	165.14%	12.93%	178.07%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

基于“第一工程机械网”报道, 欧盟公布对中国高空作业平台企业征收的最终关税数据, 最高税率为 49.3%, 最低税率为 22.5%。其中, 徐工集团、中联重科、柳工机械、临工重机征收的税率为 30.2%, 浙江鼎力征收关税为 23.6%, 星邦智能征收税率为 49.3%。根据欧盟中国商会的调研数据, 征收税率达到 10%以上, 将对企业的欧盟出口造成较大的影响, 浙江鼎力最终关税为 23.6%, 在欧洲的产品出口或将遭受影响。

**表4：欧盟“双反”最终关税**

企业	最终关税
浙江鼎力	23.60%
星邦智能	49.30%
特雷克斯 (常州)	22.90%
捷尔杰 (天津)	22.50%
其他公司	30.20%

资料来源：慧聪工程机械网，民生证券研究院

公司积极寻找对策，减小税率影响。在 2024 中报分享会上，公司积极应对关税变化，在应对措施上，若关税上升幅度较小，企业考虑把生产基地放在国内，通过关税消化的模式来进行往海外出口，由市场、成本端的供应商、本企业和子公司共同承担税额；若“双反”税率上升过大，则考虑应用海外公司的生产资源，建造相关的生产基地，例如，临工重机已在墨西哥建造工厂，但海外建厂的产能能否达到国内水平是一个巨大的影响因素。

公司产能升级进行时，不断发展智能化制造。公司目前已有四期工厂进行投产，具体情况为：2007 年一期工厂投产，2011 年二期工厂投产，2015 年三期工厂投产，2020 年四期工厂投产，产能为 3200 台臂式设备，产能不断提升。公司逐步打造世界级的智能化工厂，2024 年公司的五期工厂已经进入投产阶段，预计实现 4000 台高空作业平台设备，六期工厂处于规划阶段，投资总额达到 17 亿元，预计 2027 年投产，产能为 2 万台高空平台设备。

**表5：公司投产项目情况**

投产时间	投资金额	主要产品
2020 年	9.77 亿元	3,200 台臂式高空作业平台
2024 年	22 亿元	500 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 亿元	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，民生证券研究院



## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

本文对于浙江鼎力各个产品做出如下假设：

剪叉式高空作业平台：2023 年公司剪叉式高空作业平台销量为 42,823 台，营业收入为 30.10 亿元，同比减少 8.64%，由于市场上剪叉式高空作业平台设备保有量较大，预计未来剪叉式高空作业平台的增速放缓，由于 2026 年六期项目有望将部分投产，故 2026 年剪叉式高空作业平台设备将有部分上涨，因此 2024 年-2026 年剪叉式高空作业平台增速分别为 8.2%/2.9%/12.2%，毛利率增长幅度较小，预估为 40.3%/40.5%/41.0%。

臂式高空作业平台：2023 年公司臂式高空作业平台销量为 5,492 台，营业收入为 24.45 亿，同比增长 68.24%，臂式设备逐步成为主力产品。公司五期投产项目已经开始逐步投产，产能 4000 台，2024 年开始逐步放量。随着臂式产能放量，臂式产品的收入将显著提高。因此我们预估 2024 年-2026 年臂式产品的增速为 50.0%/33.9%/28.8%，美国臂式出货占比提升以及海外臂式占比提升带动毛利率提升，预估为 32.0%/34.0%/35.0%。

桅柱式高空作业平台：2023 年公司桅柱式高空作业平台销量为 7,533 台，营业收入达到 5.04 亿元，同比增长 5.17%。桅柱式高空作业平台需求较为稳定，预计未来营业收入有小幅度增长，2024 年-2026 年的增速为 5%/5%/5%，毛利率维持在 43.5%。

期间费用率：

销售费用率：2021-2023 年公司销售费用率分别是 2.2%/2.9%/3.7%，销售费用率有一定上行预计主要与公司发力海外市场有关，但随着公司收购 CMEC，公司销售费用率预计会走低，2024 年前三季度销售费用率已经有体现，预计 2024-2026 年销售费用率均是 2.2%；

研发费用率：2021-2023 年公司研发费用率分别是 3.1%/3.7%/3.5%，随着 CMEC 的并表，研发费用率会有一定走低，但绝对值仍持续增长，预计 2024-2026 年研发费用率均是 3.0%；

管理费用率：2021-2023 年公司管理费用率分别是 1.8%/2.3%/2.2%，预计未来保持稳定，预计 2024-2026 年管理费用率均是 2.2%。

**表6: 营业收入拆分 (百万元)**

指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	6,312.0	8,096.2	9,170.1	11,018.9
YOY	15.9%	28.3%	13.3%	20.2%
毛利率	38.5%	36.5%	38.2%	38.7%
剪叉式营业收入 (亿元)	3,010.1	3,255.5	3,349.9	3,758.5
YOY	-8.6%	8.2%	2.9%	12.2%
毛利率	40.3%	40.3%	40.5%	41.0%
臂式营业收入 (亿元)	2,445.9	3,668.9	4,912.6	6,325.0
YOY	68.2%	50.0%	33.9%	28.8%
毛利率	30.5%	32.0%	34.0%	35.0%
桅柱式营业收入 (亿元)	504.1	529.3	555.8	583.6
YOY	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	43.5%	43.5%	43.5%	43.5%

资料来源: IFIND, 民生证券研究院预测

## 4.2 估值分析

本文选取徐工机械、三一重工、杭叉集团和恒立液压作为可比公司, 公司正在经历产品结构优化的关键阶段, 未来随着公司产能逐步升级, 臂式产品在美国等海外市场实现完全放量、产品认可度不断提升, 公司的业绩将会有进一步的增长。预计 2024 年-2026 年公司归母净利润为 20.9 亿元/25.1 亿元/30.3 亿元, 对应的 PE 分别为 15x/12x/10x, 相比可比公司平均估值, 具备一定安全边际。

**表7: 可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000425.SZ	徐工机械	935	53.3	64.0	81.1	103.0	18	15	12	9
600031.SH	三一重工	1,398	45.3	61.4	79.7	101.3	31	23	18	14
603298.SH	杭叉集团	235	17.2	20.3	22.8	25.8	14	12	10	9
601100.SH	恒立液压	711	25.0	26.3	31.1	37.1	28	27	23	19
-	平均值	-	-	-	-	-	<b>23</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>13</b>
603338.SH	浙江鼎力	313	18.7	20.9	25.1	30.3	17	15	12	10

资料来源: IFIND, 民生证券研究院预测 (股价时间为 2024 年 12 月 19 日收盘价)

## 4.3 投资建议

我们预估 2024 年-2026 年公司的营业收入分别为 80.96 亿元/91.70 亿元/110.19 亿元, 归母净利润分别为 20.9 亿元/25.1 亿元/30.3 亿元, 对应 PE 分别是 15x/12x/10x, 随着公司业务不断深入, 产品影响力不断提高, 我们看好公司未来的盈利能力有进一步的提升, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 海外贸易政策变动风险。**当前公司关税税率较低，若未来国际贸易形势或政策变动，公司海外业务盈利性或受到影响。

**2) 汇率风险。**公司主要依靠海外业务带动营收，若汇率发生较大波动，则公司的海外利润将受影响。

**3) 市场竞争风险。**高空作业平台发展良好，随着越来越多的厂商进入，未来可能形成“内卷”情况，部分厂商可能选择低价策略，给公司的营收和利润带来一定影响。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,312	8,096	9,170	11,019
营业成本	3,882	5,129	5,650	6,759
营业税金及附加	33	43	48	58
销售费用	232	178	202	242
管理费用	141	178	202	242
研发费用	220	243	275	331
EBIT	1,876	2,335	2,804	3,400
财务费用	-245	-101	-115	-126
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	92	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2,175</b>	<b>2,436</b>	<b>2,919</b>	<b>3,526</b>
营业外收支	-1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>2,174</b>	<b>2,436</b>	<b>2,919</b>	<b>3,526</b>
所得税	307	344	412	498
净利润	1,867	2,092	2,507	3,028
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,867</b>	<b>2,092</b>	<b>2,507</b>	<b>3,028</b>
EBITDA	2,011	2,489	2,990	3,605

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,397	5,439	6,391	8,468
应收账款及票据	2,391	3,037	3,440	4,133
预付款项	7	9	10	12
存货	1,921	2,538	2,796	3,345
其他流动资产	1,424	1,437	1,442	1,451
<b>流动资产合计</b>	<b>10,140</b>	<b>12,460</b>	<b>14,079</b>	<b>17,409</b>
长期股权投资	332	0	0	0
固定资产	1,613	1,712	1,797	1,874
无形资产	389	729	729	737
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,067</b>	<b>3,793</b>	<b>3,871</b>	<b>3,862</b>
<b>资产合计</b>	<b>14,207</b>	<b>16,253</b>	<b>17,950</b>	<b>21,271</b>
短期借款	108	108	108	108
应付账款及票据	2,971	3,654	4,025	4,815
其他流动负债	1,357	1,524	911	1,086
<b>流动负债合计</b>	<b>4,435</b>	<b>5,286</b>	<b>5,043</b>	<b>6,009</b>
长期借款	493	405	405	405
其他长期负债	313	391	391	398
<b>非流动负债合计</b>	<b>807</b>	<b>796</b>	<b>796</b>	<b>802</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,242</b>	<b>6,081</b>	<b>5,839</b>	<b>6,811</b>
股本	506	506	506	506
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>8,965</b>	<b>10,172</b>	<b>12,111</b>	<b>14,460</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>14,207</b>	<b>16,253</b>	<b>17,950</b>	<b>21,271</b>

资料来源: IFIND、公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	15.92	28.27	13.26	20.16
EBIT 增长率	55.88	24.49	20.10	21.24
净利润增长率	48.51	12.02	19.86	20.79
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	38.49	36.64	38.38	38.66
净利润率	29.58	25.83	27.34	27.48
总资产收益率 ROA	13.14	12.87	13.97	14.24
净资产收益率 ROE	20.83	20.56	20.70	20.94
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.29	2.36	2.79	2.90
速动比率	1.58	1.65	1.99	2.14
现金比率	0.99	1.03	1.27	1.41
资产负债率 (%)	36.90	37.42	32.53	32.02
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	137.09	137.09	137.09	137.09
存货周转天数	180.63	180.63	180.63	180.63
总资产周转率	0.49	0.53	0.54	0.56
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.69	4.13	4.95	5.98
每股净资产	17.71	20.09	23.92	28.56
每股经营现金流	4.40	3.75	4.96	5.86
每股股利	1.00	1.12	1.34	1.62
<b>估值分析</b>				
PE	17	15	12	10
PB	3.5	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	13.65	11.02	9.18	7.61
股息收益率 (%)	1.62	1.81	2.17	2.62

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,867	2,092	2,507	3,028
折旧和摊销	135	154	186	205
营运资金变动	270	-375	-238	-329
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,227</b>	<b>1,899</b>	<b>2,510</b>	<b>2,966</b>
资本开支	-371	-717	-258	-189
投资	-499	921	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-863</b>	<b>129</b>	<b>-258</b>	<b>-189</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-203	-101	-706	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-520</b>	<b>-986</b>	<b>-1,300</b>	<b>-700</b>
<b>现金净流量</b>	<b>876</b>	<b>1,042</b>	<b>952</b>	<b>2,077</b>

## 插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权情况 (截至 2024Q3 末) .....	3
图 3: 2014-2024Q3 公司营业收入 (亿元) 及增速 .....	5
图 4: 2014-2024Q3 公司归母净利润 (亿元) 及增速 .....	5
图 5: 2014-2024Q3 公司毛利率及净利率 .....	5
图 6: 2014-2024Q3 公司期间费用率 .....	5
图 7: 2015-2023 产品营收占比变化 .....	6
图 8: 2015-2023 产品毛利率变化 .....	6
图 9: 2015-2023 公司各地区营业收入占比变化 .....	6
图 10: 2015-2023 地区毛利率变化 .....	6
图 11: 浙江鼎力毛利率领先 .....	7
图 12: 浙江鼎力 ROE 领先 .....	7
图 13: 高空作业平台分类 .....	8
图 14: 高空作业平台应用场景 .....	8
图 15: 高空作业平台以租赁为主要商业模式 .....	9
图 16: 2022 年全国高空作业平台设备保有量 .....	9
图 17: 2023 年全球高空作业平台市场规模达 153 亿美元 .....	10
图 18: 美国高空作业平台租赁市场规模变化 (亿美元) .....	10
图 19: 欧洲十国高空作业平台租赁市场规模 (亿欧元) .....	10
图 20: 美国高空作业平台设备保有量变化 (万台) .....	11
图 21: 欧洲十国高空作业平台设备保有量变化 (万台) .....	11
图 22: 美国高空作业平台设备平均服役年限 .....	11
图 23: 欧洲十国高空作业平台设备平均服役年限 .....	11
图 24: 美国臂式设备、剪式设备保有量 (台) .....	12
图 25: 欧洲十国美国臂式设备、剪式设备保有量 (台) .....	12
图 26: JLG 积压订单 (亿美元) .....	12
图 27: 公司产品线齐全, 产品技术力领先行业 .....	13
图 28: 浙江鼎力产品发展时间线 .....	14
图 29: 公司研发投入变化 (亿元) .....	15
图 30: 公司产品电动化率 .....	15
图 31: 公司臂式产品营收及占总营收比例 (百万元) .....	15
图 32: 2021 年欧美臂式设备占比量高于中国 .....	15
图 33: 公司推进全球化布局 .....	17

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司产品类型 .....	4
表 2: 电式臂式设备和燃油臂式设备运营成本分析 (44 米) .....	16
表 3: 美国“双反”裁决结果 .....	17
表 4: 欧盟“双反”最终关税 .....	18
表 5: 公司投产项目情况 .....	18
表 6: 营业收入拆分 (百万元) .....	20
表 7: 可比公司估值 .....	20
公司财务报表数据预测汇总 .....	22



## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048