

导语：格局未定，增长仍是第一要务！

作者：市值风云 App：白猫

穿越周期，无惧“双反”！高空作业平台进击海外，ROE 碾压同行

高空作业平台曾被称为工程机械市场的“最后一片蓝海”。

随着国内人口红利逐渐消退、安全意识持续提升、施工效率要求不断提高，国内高空作业平台行业发展迅速，租赁市场快速崛起。

2023年，我国高空作业平台租赁市场保有量为52.5万台，是2018年的5.8倍。

蛋糕不断做大的同时，竞争愈发激烈，格局也在发生变化，曾经备受瞩目的龙头如今怎么样了？

今天要聊的这家公司，已经成为全球领先的专业高端装备制造企业。与同行相比，公司彰显了穿越周期的增长特性以及高水平的ROE。

话不多说，这又是一篇“专注主业”系列研报！



—————以下为付费部分（不可见）—————

一、聚力深耕，穿越周期

这家公司是浙江鼎力 (603338.SH) , 是一家民企, 实际控制人、董事长为许树根。

截至 2024 年 9 月 30 日, 实控人直接持股 45.53%, 通过德清中鼎股权投资管理有限公司间接持股 4.28%, 合计持股 49.8%。

[评级](#)[大事](#)[资料](#)[财务](#)[对比](#)[行业](#)[股东](#)

许树根	45.53%	不变
德清中鼎股权投资管理有 限公司	10.78%	不变
香港中央结算有限公司	5.35%	-3.24%
招商银行股份有限公司- 兴全合润混合型证券投...	1.12%	0.39%
中国农业银行股份有限公司 -中证500交易型开...	0.91%	0.31%
全国社保基金一一零组合	0.65%	不变
交通银行股份有限公司- 华安策略优选混合型证...	0.61%	0.10%
富国基金-中国人寿保险 股份有限公司-分红险-...	0.53%	0.04%
招商银行股份有限公司- 泓德瑞兴三年持有期混...	0.48%	新进
全国社保基金五零四组合	0.46%	新进

(来源: 市值风云 APP)

公司身处工程机械中高空作业平台细分行业，主要产品已经涵盖臂式、剪叉式和桅柱式三大系列共 200 多款规格，连续多年蝉联“全球高空作业平台制造企业 20 强”榜单前十强。



图：公司产品概览图

(来源：浙江鼎力年报)

2023 年，榜单前十位共有五家中国企业，除了浙江鼎力，还有国内综合工程机械龙头企业徐工机械（000425.SZ）以及中联重科（000157.SZ），剩下两家为临工重机、星邦智能。

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	1.4
4	-	浙江鼎力 (Dingli)	中国	7.88	20.5
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.
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
8	-	星邦智能 (SINOBOOM)	中国	4.08	9.6
10	-	曼尼通集团 (Manitou Group)	法国	2.73	6.5

(《Access International》2023 全球高空作业机械制造商 10 强, 来源:
ccmchannel.com)

其中, 浙江鼎力销售额排名世界第四、国内第二。早在 2019 年, 公司是前十榜单中唯一入榜的中国企业。

在国内高空作业平台市场, 有三类设备生产商:

一类是国际高空作业平台巨头, 如JLG、Genie, 这些欧美企业很早进入中国市场, 在我国设立了生产基地, 先发优势突出, 高端产品竞争力强;

一类是本土传统的高空作业平台生产商, 比如浙江鼎力、湖南星邦, 发展迅速, 产品性价比高;

还有一类新进入者, 是综合工程机械龙头企业, 比如徐工机械、中联重科。

浙江鼎力是国内高空作业平台市场的佼佼者。在2019年全球高空作业设备制造商10强排行榜中, 浙江鼎力是入榜的唯一一家中国企业。

(来源：市值风云独立研报《高空作业平台龙头！“大基建”风口研究之：在工程机械市场的最后一块蓝海里，当个最秀的弄潮儿》)

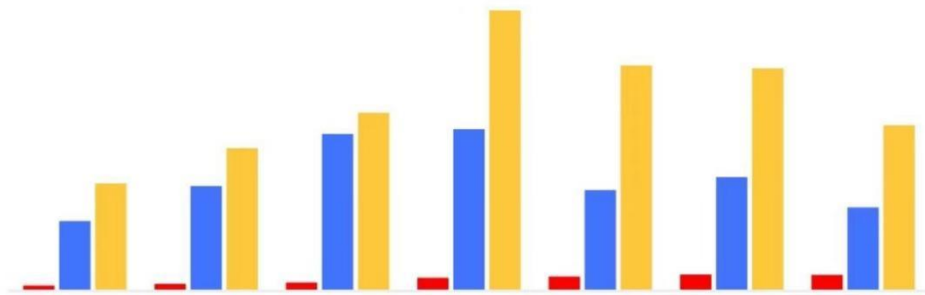
徐工机械销售额排名第一，2023 年高工作业机械营收为 88.8 亿元，浙江鼎力总营收为 63.1 亿元。中联重科排在公司后一位，从近年来的排名变化来看，规模增长有所提速。

徐工机械、中联重科这两家都是地方国有企业，整体体量是公司的好多倍。但作为国内厂商的先入者，难道就没有任何看点了么？

风云君的答案是 NO！老二也有老二的活法。

营业收入

● 浙江鼎力(主) ● 中联重科 ● 徐工机械



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 浙江鼎力(主)	17.1亿	23.9亿	29.6亿	49.4亿	54.5亿	63.1亿	61.3亿
● 中联重科	287.0亿	433.1亿	651.1亿	671.3亿	416.3亿	470.7亿	343.9亿
● 徐工机械	444.1亿	591.8亿	739.7亿	1168.0亿	938.2亿	928.5亿	687.3亿

 市值风云
专业服务注册制 买股之前搜一搜



相比同行，公司具有穿越周期持续增长的优势。拉长 10 年来看，同行受地产、基建影响，周期性明显。

而高空作业平台行业不同，下游应用领域广泛且分散。

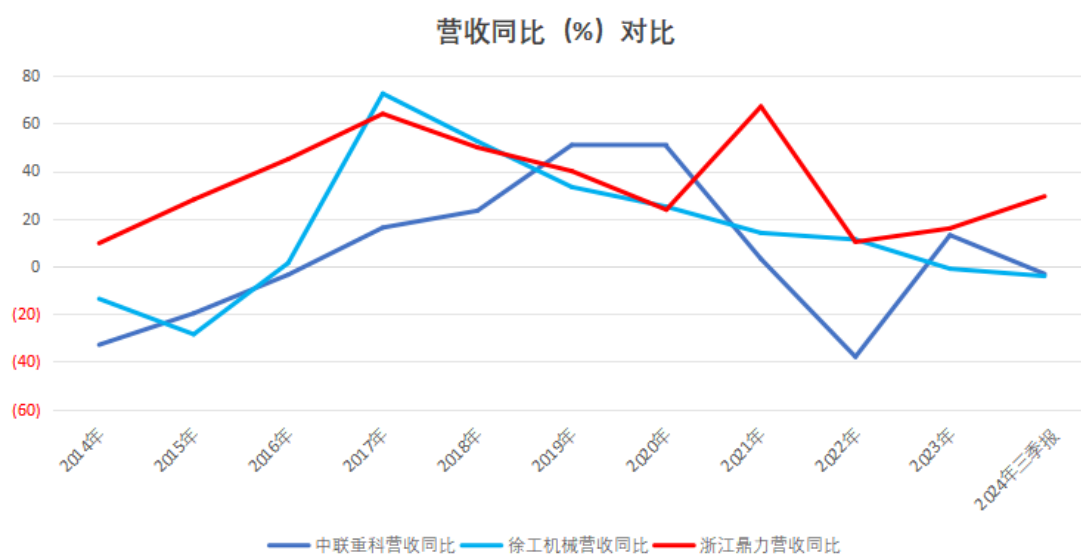
公司产品不仅应用于建筑领域，还可用于工业、商业领域，覆盖建筑工程、建筑物装饰与维护、仓储物流、石油化工、船舶生产与维护，以及诸如国家电网、核电站、高铁、机场、隧道等特殊工况。

因此，总体上受单一行业的影响较小。

业平台及高空取料平台产品。公司产品主要应用于工业领域、商业领域和建筑领域，覆盖建筑工程、建筑物装饰与维护、仓储物流、石油化工、船舶生产与维护，以及诸如国家电网、核电站、高铁、机场、隧道等特殊工况。

(来源：定期报告)

2014-2023 年，公司营收 CAGR 为 36.9%，今年前三季度增速为 29.4%，成绩亮眼。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

二、避开价格内卷，进击海外市场

全球高空作业平台竞争格局稳定，但不同地区的市场成熟度与经济发展水平直接相关。说白了，“人”越贵的地方需求越大。

欧美地区作为成熟市场，是全球高空作业平台最主要的生产基地和最大的消费市场。

场。设备保有量大，增速平稳，市场需求主要来自更新替换需求。

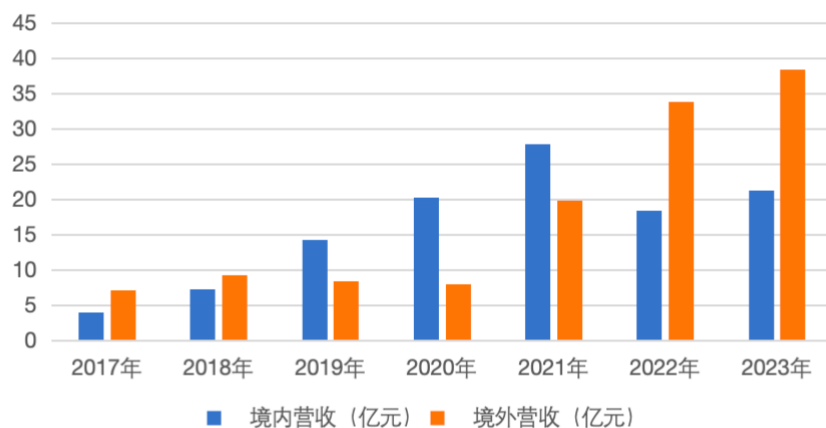
2023 年，美国高空作业平台租赁市场保有量为 85.8 万台，欧洲十国保有量为 35.7 万台。

国内市场仍处于成长期，人均保有量低但增速较快，主要为新增需求。2023 年，我国高空作业平台租赁市场保有量为 52.5 万台。

新兴市场处于发展初期，市场规模小，你也可以说它发展潜力大。面对这样的竞争地图，公司表现如何？

从地区上来看，公司海外营收增长势如破竹，但国内营收出现下滑。到 2023 年，海外营收占比已升至 61%，高于徐工机械的 40%、中联重科的 49%。

浙江鼎力分地区营收情况



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

为何国内营收反而开倒车？公司在 2022 年报中称是需求下滑，这点风云君并不认同。

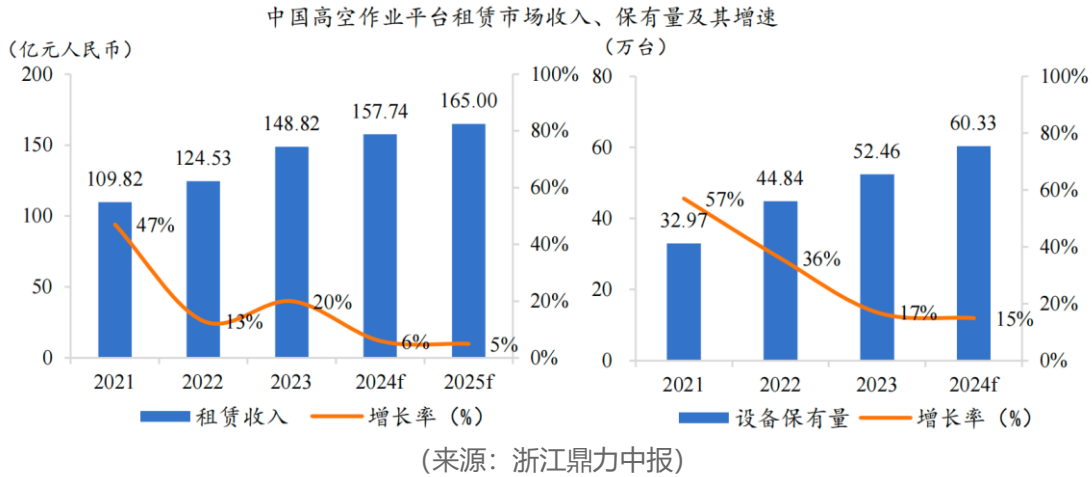
2022 年，公司境外市场营业收入增长 71.21%，主要系公司提前布局海外市场，完善海外销售渠道，境外市场多点开花，呈现快速增长。公司境内市场营业收入减少 33.73%，主要系国内需求有所下滑，同时公司主动调整市场结构，加大了海外市场开拓力度所致。

(来源：浙江鼎力 2022 年报)

事实来看，国内需求依旧在增长，不过增速变慢。而且通过比较市场保有量、销

销售额的增速可以发现，国内价格竞争明显。

2021-2024年，国内高空作业平台租赁市场保有量 CAGR 约为 22.3%，而对应的收入 CAGR 仅为 12.8%。



欧美成熟市场表现与国内不同，产品结构升级的同时，量、价齐升，平稳增长。

经测算，2016-2024年，美国高空作业平台租赁市场保有量 CAGR 约为 6%，对应收入增速为 8%。同期，欧洲十国高空作业平台租赁市场保有量 CAGR 约为 3.5%，对应收入增速为 4.2%。

显然，公司声称两手抓，但“身体很诚实”，国内的钱不好赚，干脆加大火力去赚老外的钱。

公司依旧坚持两手抓战略，灵活推动国内外市场共同发展，以期形成“齐头并进、多点开花”的全球市场格局。对于国内市场，公司将进一步完善营销网络，培育和维护优质租赁客户，巩固市场地位。国内市场竞争激烈，公司将不断进行自主创新提升产品质量、改善产品服务，通过提供高品质、差异化产品打造品牌竞争力，帮助客户提升其租赁市场竞争力及盈利能力，增强客户粘性。对于海外市场，公司将继续强化境外本土团队培育力度，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，进一步加快高端产品市场开拓力度，公司将积极开拓欧美以外的新兴市场，进一步降低国际贸易风险。同时，公司通过研发新品不断满足市场需求，加速电

(来源：2023 年报)

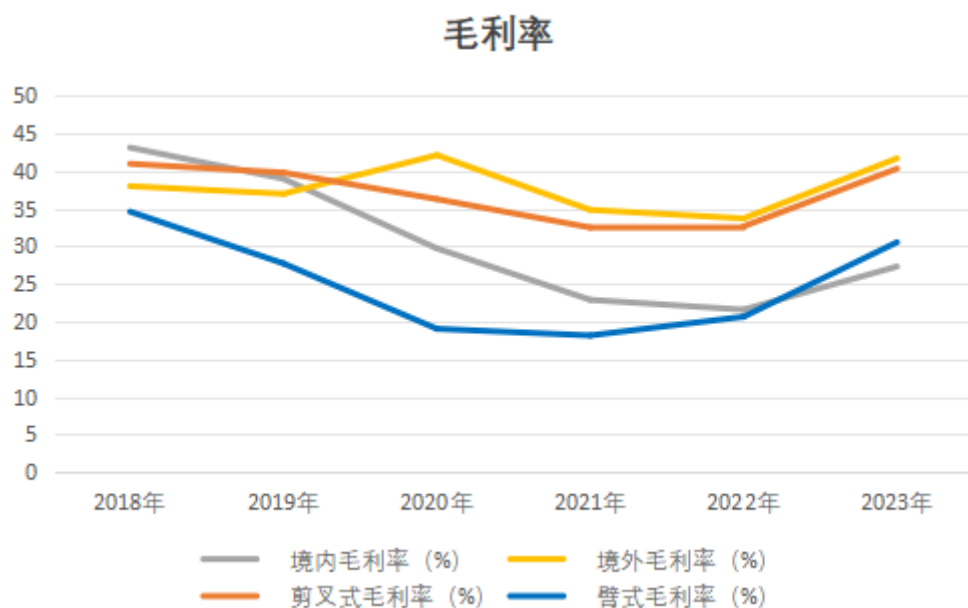
整体来看，公司最终实现了量价齐升，一定程度上避开了价格内卷。

销售情况(台, 元)	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	CAGR
剪叉式高空作业平台销量	26,660	34,589	44,112	46,262	42,823	12.6%
臂式高空作业平台销量	807	1,399	3,954	3,511	5,492	61.5%
桅柱式高空作业平台销量	3,744	2,070	3,610	7,477	7,533	19.1%
剪叉式单价	68,980	62,245	64,540	71,225	70,289	0.5%
臂式单价	360,595	404,575	416,287	414,127	445,375	5.4%
桅柱式单价	33,921	50,242	72,853	64,063	66,906	18.5%

(来源: 年报, 制表: 市值风云 APP)

如果分地区来看毛利率, 随着境内毛利率的下降, 境外毛利率高出境内一大截。2020 年以来, 两者差不多拉开 12-14 个百分点的距离, 2023 年境外毛利率为 41.7%。

境内外毛利率的差异除了有市场环境的原因, 风云君推测还有产品结构的影响, 也就是毛利率偏低的臂式产品的放量。可以看到, 境内毛利率的下降节奏, 和臂式产品毛利率的下降节奏几乎同步。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

臂式产品作为产业升级趋势下的选择, 经过近几年的产能释放, 今年上半年的营收占主营业务收入比例达 48.6%, 已经超过剪叉式产品。

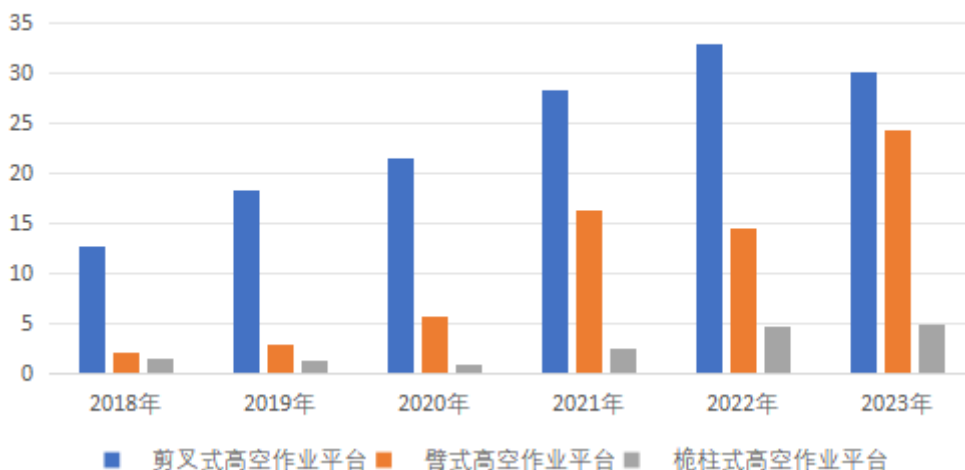
根据公司披露, 受到产能投放后产能爬坡以及前期推广的影响, 臂式产品尚未形成规模效应, 2020 年毛利率下降明显, 2022 年开始呈现反弹趋势, 2023 年回升至 30.5%。

报告期内，公司积极开展臂式产品推广活动，优先发力国内市场，“PLAN G”——电动臂式“守卫绿色家园”行动收效甚好，国内主流租赁公司均已加入。2020年，公司国内臂式产品销售量较去年同期增长93.52%，销售额较去年同期增长112.95%，国内市场臂式产品销售增速明显。但由于前期推广阶段，公司臂式产品给予一定价格折让，且臂式新产能尚在爬坡，仍处于成本优化阶段，目前臂式产品毛利率水平尚未稳定，待臂式产品规模效应显现后将有所改善。

2020年报

(来源：浙江鼎力)

浙江鼎力分产品营收（亿元）



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

看到这里，话说回来，公司的金刚钻到底是什么呢？

三、净利率高于同行，“双反”税率低于同行

近年来随着碳排放要求提升，租赁公司越来越倾向于选择电动款产品，且对于产品在节能减排、电动化等方面也提出了更高要求。

节能环保、电动化、智能化、大载重，已成为高空作业平台发展趋势，无噪音、零排放、长续航的新能源产品将引领行业高质量发展。

公司对市场的响应速度始终走在行业前面，率先于业内完成全系列产品电动化，其中采用大载重、模块化设计的全臂式系列更为业内首创。

2023年，公司保持剪叉和桅柱产品近100%电动化率的基础上，将臂式电动化率提升至73.4%。

根据中报，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，全系列无液压系统，具有低能耗、更安全、易维保、更舒适、更环保等优势。

此外，公司采用模块化设计，产品部件、结构件通用性强，能够有效降低维修成本，提升维修效率，是国内首家将所有系列高空作业平台产品质保期提升至 3 年的企业。

有竞争力的产品和服务，是公司最大的底气。

作为全球新能源高空作业平台领军企业，公司以创新为驱动力，不断探索融合电动化、模块化、智能化、绿色化方向发展的最新前沿技术，早已率先于业内完成全系列产品电动化，并推出 3 年质保，其中采用大载重、模块化设计的全臂式系列更为业内首创。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，全系列无液压系统，具有低能耗、更安全、易维保、更舒适、更环保等优势。公司高空作业平台在业内同类产品研发中一直处于领先水平，创新能力强，技术水平高，尤其在高端、差异化产品市场中竞争优势明显。公司高度重视技术研发，报告期内公司研发投入 118,555,198.31 元，同比增长 6.98%。

(来源：中报)

与同行相比，公司拥有更高的毛利率，无论是高空机械领域，还是整体。

单位(%)	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年中报
浙江鼎力综合毛利率	34.9	29.3	31.0	38.5	35.3
徐工机械高空作业机械毛利率	26.0	28.4	-	-	31.3
中联重科高空机械毛利率	-	-	20.8	22.7	27.4

(“-”指未披露，来源：Choice 终端，制表：市值风云 APP)

2020-2022 年，公司综合毛利率下滑的最主要原因，是前面提到的臂式产品的放量。

毛利率

● 浙江鼎力(主) ● 中联重科 ● 徐工机械



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
●	41.5%	39.9%	34.9%	29.3%	31.0%	38.5%	36.2%
●	27.1%	30.0%	28.6%	23.6%	21.8%	27.5%	28.4%
●	16.7%	17.5%	17.1%	21.5%	20.2%	22.4%	23.6%



净利率走势与毛利率走势基本一致。今年前三季度，除了受毛利率下降影响，其他收益与公允价值变动导致净利率进一步下降至 23.8%。

2018 年至今，公司的净利率最低为 18%，最高为 30%，波动比徐工机械以及中联重科大得多。**但无论如何波动，净利率也比两者高得多。**

净利率

● 浙江鼎力(主) ● 中联重科 ● 徐工机械



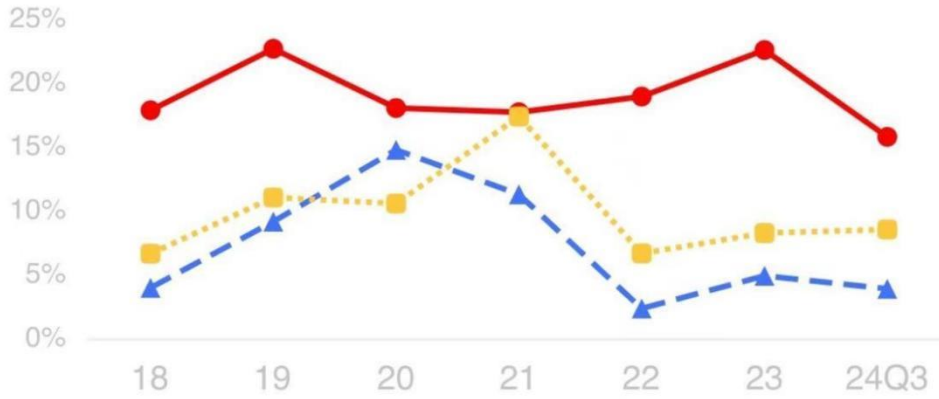
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
●	28.1%	29.0%	22.5%	17.9%	23.1%	29.6%	23.8%
●	7.0%	10.1%	11.2%	9.3%	5.5%	7.4%	9.1%
●	4.6%	6.1%	5.0%	7.0%	4.6%	5.7%	7.7%



因此，公司的 ROE 也是碾压同行。2018-2023 年，ROE 在 18%-23% 左右，今年前三季度为 15.8%。

ROE

● 浙江鼎力(主) ● 中联重科 ● 徐工机械



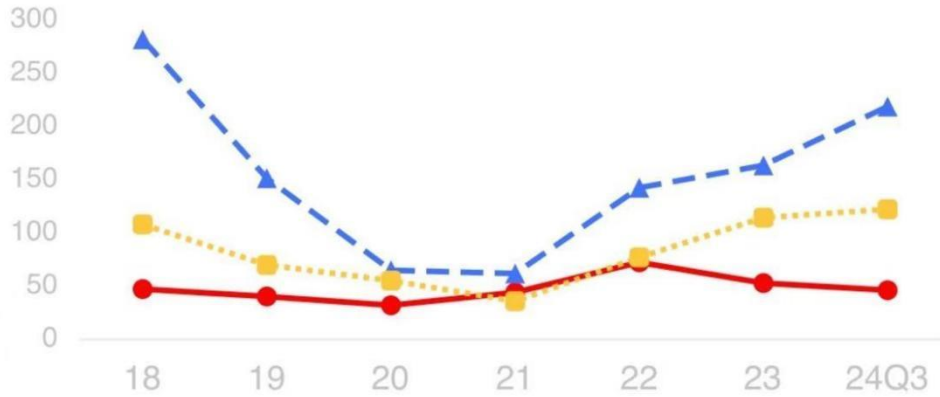
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
●	17.8%	22.6%	18.0%	17.7%	18.9%	22.6%	15.8%
●	3.9%	9.1%	14.7%	11.3%	2.3%	4.9%	3.9%
●	6.6%	11.0%	10.5%	17.3%	6.6%	8.2%	8.5%



在现金流效率方面，公司维持得较为平稳且效率比同行高，能够掌握现金周转效率，说明在产业链中有一定的话语权。

现金循环天数

● 浙江鼎力(主) ● 中联重科 ● 徐工机械



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
●	46.0	39.0	30.8	42.9	71.1	51.7	44.9
●	280.8	150.2	63.7	60.6	141.2	162.3	217.6
●	106.8	68.7	54.0	34.6	75.9	113.1	121.0

 市值风云
专业服务注册制 买股之前搜一搜



对于公司来说，需要关注的出口风险是，美国及欧盟先后对自中国进口的高空作业平台发起了反倾销和反补贴调查。

美国方面，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“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%。

1、“双反”调查风险

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

措施：公司与公司聘请的律师团队正在努力配合应对“双反”调查。同时，公司将加大非贸易摩擦海外市场开拓力度，加快高附加值、差异化新产品的研发，提升产品竞争力，开拓新的应用场景，同时持续加大成本管控力度，不断优化供应链，尽可能减少欧美“双反”事件对公司造成的影响。

(来源：中报)

但这较临工重机等其他国产厂商仍有较大优势，双反税率明显低于同行。

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

欧盟方面，根据最新消息，针对星邦、JLG、Genie、鼎力四家企业的反倾销税率分别为 49.3%、22.5%、22.9%、23.6%，配合调查的其余企业（含临工、中联、徐工、柳工、杭叉等）税率为 30.2%。

最终来看，欧盟委员会对鼎力终裁税率与北美双龙头 JLG、Genie 相当，显著低于国内同行。

根据AccessInternational，欧盟委员会已公布对中国出口的高空作业平台反倾销税率：星邦、JLG、Jenie、鼎力四家企业税率分别为49.3%/22.5%/22.9%/23.6%，配合调查的其余企业（含临工、中联、徐工、柳工、杭叉等）税率为30.2%，相对于初裁结果分别下降6.8/1.1/2.7/7.7/1.8pct。鼎力终裁税率显著低于国内友商，

（来源：东吴证券）

一定程度上来说，较高的售价让公司获得了更低的反倾销税，说明在成熟市场中公司不单纯靠“性价比”。

此外，按照公司的盈利水平，相比国内友商更能够承受关税成本的上涨压力，甚至行业高关税可能成为壁垒，有助于份额提升。

四、产能持续释放，增长是第一要务

高空作业市场依然大有可为，公司持续释放产能。

今年上半年，公司募投项目“年产 4000 台大型智能高位高空平台项目”已结项，目前正处于产能爬坡阶段。

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

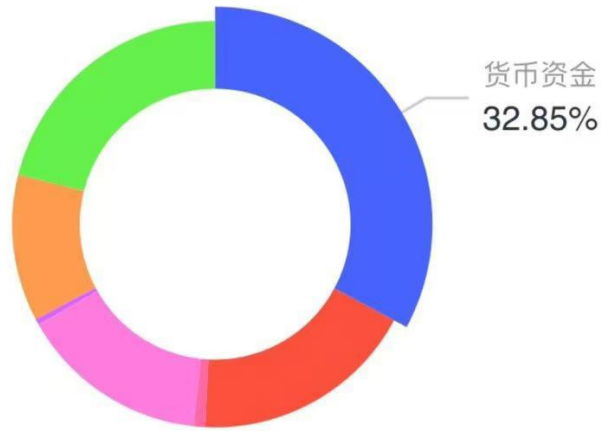
今年上半年底已结项

随着收入规模不断扩大，公司也有资金实力去支撑发展的野心。

公司类现金资产储备高，有息负债率低，截至今年三季度末，有息负债率为 7.4%。

今年 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，达产后，预计可实现年收入约 25 亿元。

浙江鼎力 – 资产分布(2024Q3)



名称	资产明细(元)	占比
● 货币资金	50.22亿	32.85%
● 应收	27.43亿	17.94%
● 商誉	1.38亿	0.91%
● 存货	23.08亿	15.10%
● 在建工程	6903.84万	0.45%
● 固定资产	17.87亿	11.69%
● 合同资产	0	0.00%
● 投资性房地产	0	0.00%
● 其他	32.20亿	21.07%
● 总资产	152.88亿	100.00%

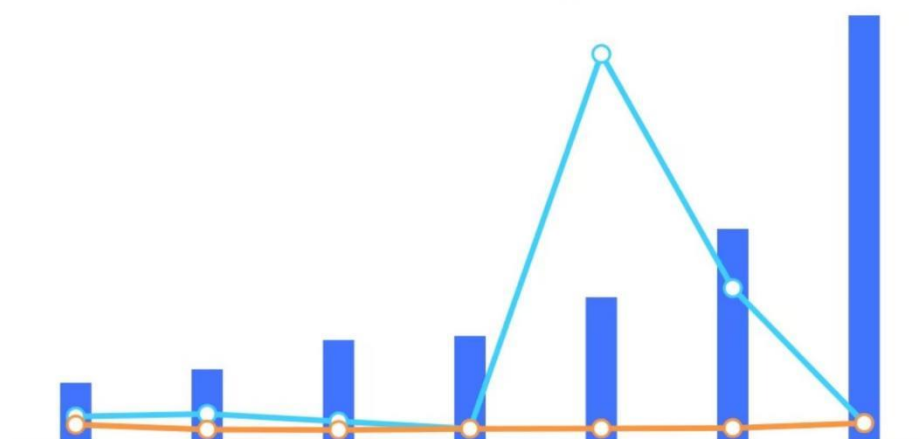
① 未分配利润：67.67亿，是2023年度分红的**13.36**倍。



目前，行业格局未定，从前面销售额来看，老大、老二、老三规模差距并不十分明显，增长仍是第一要务。公司也是开源节流，因此分红率水平还比较低，2023年为27%。

浙江鼎力 – 现金分红

● 现金分红（元） ● 占自由现金流比重 ● 分红率



	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
● 现金分红（元）	7077.0万	8669.4万	1.2亿	1.3亿	1.7亿	2.5亿	5.1亿
● 占自由现金流比重	36.4%	40.1%	29.6%	19.2%	545.7%	216.7%	27.3%
● 分红率	25.0%	18.0%	17.5%	19.0%	19.5%	20.1%	27.1%



在今年的提质增效重回报行动方案中，公司表示在业绩增长的同时，将合理优化现金分红方案，期待公司未来加强股东回报，让中小股东切实收获到公司的发展成果。

比增加 47.62%左右，公司业绩延续了良好的增长态势。2024 年，公司将统筹好经营发展、业绩增长与股东回报的动态平衡，在业绩增长的同时，合理优化现金分红方案，加强股东回报，让股东切实感受公司的发展成果。

(来源：浙江鼎力关于《2024 年度提质增效重回报行动方案》的公告)

截止 12 月 17 日午间收盘，浙江鼎力的 PB 为 3.2 倍。