

宏信建发 (09930)

证券研究报告
2025年02月21日

低估值高空作业平台租赁龙头，海外布局打造成长新动能

建筑设备租赁市场龙头企业，首次覆盖给予“买入”评级

公司背靠大股东远东宏信，作为国内最大的设备运营服务商，截至 24Q3 高空作业平台设备保有量 21.48 万台。公司的核心逻辑有三点，一是加大海外业务扩张将设备转移至高回报地区；二是国内高空作业平台竞争格局已基本稳固，国内高空作业平台租金或迎来涨价阶段；三是轻资产模式持续巩固龙头规模优势。我们预测宏信建发 24-26 年归母净利润为 9/10.4/12.2 亿元，增速分别为 -6.3%/+15.7%/+16.5%，对应 EPS 分别为 0.28/0.33/0.38 元，参考可比公司 25 年 21 倍平均 PE，考虑到港股市场折价以及流动性问题，我们认可给予宏信建发 25 年 5 倍 PE，对应目标价 1.75 港元和总市值为 55.8 亿港元，首次覆盖给予“买入”评级。我们认为宏信建发 PB 仅 0.33 倍，资产存在一定低估，公司 24 年中期分红每股 0.05 港元，对应 2025/1/24 收盘股息率为 4%，高股息提升投资性价比。

看点一：积极开拓海外市场，打造全球性的设备运营体系与流通渠道

公司依托大陆开拓海外，实施“3+3+3”的国际化战略，拓展海外庞大增量市场，打造全球性的设备运营体系和流通渠道。海外经营盈利空间相对较大，以柴油臂车为例，海外价格是国内的三倍，但柴油成本仅为国内的一半，公司利用国内外资产回报差异将国内低效资产转移至海外来获取高利润、高回报。截至 24Q3 公司在东南亚、中东等地区的 7 个国家设立了共 44 个海外网点，海外资产管理规模原值已超过人民币 27 亿元，且海外设备利用率有效提升，拉动海外业务收入快速爬坡，自 2024 年 8 月起已实现海外业务单月盈利，我们看好海外发展战略带来的业绩增长前景。

看点二：高空作业平台租赁市场出清，龙头市占率持续提升

人力成本不断攀升，机械化设备取代人工趋势逐渐明朗。国内高空作业平台保有量从 2020 年的 26.8 万台增长至 2023 年的 53 万台，预计 2024 年保有量将达 65 万台，高空作业平台租赁市场竞争格局分化明显，CR2 市占率不断提升，由 2020 年 34% 的市占率提升至 24Q3 的 61%，截至 23 年底公司高空作业平台运营设备市占率为 34%，竞争格局逐渐明朗。24 年 9 月份以来头部厂商宣布各型号月租赁指导价格将上浮 10%，考虑到 2025 年宽财政宽货币预期下我们看好高空车租金止跌企稳，利润弹性较大。

看点三：轻资产模式拓展顺利，巩固公司龙头实力

公司轻资产模式下设备管理规模由 2021 年的 4600 台增长至 24H1 的 7.26 万台，轻资产管理模式下的占比由 4.75% 提升至 35.47%，海南华铁 24H1 轻资产模式下设备管理规模占比 23.79%。相较于可比公司海南华铁，我们认为宏信建发轻资产运营优势突出，公司背靠大股东远东宏信，23 年平均融资成本低于海南华铁 1.5pct，整体资信水平较好，资金成本较低；同时受益于宏信建发租赁业务经验丰富，回款管理能力较强等优势，目前已于华夏金租、招银金租等多家金租公司开展资产运营合作，截至 2024 年中期宏信受托管理的设备中，金租托管占比 79%、同业托管占比 21%，轻资产模式将有助于龙头市占率进一步提升。

风险提示：下游需求不及预期；市场竞争加剧导致毛利率降低；轻资产模式推进不及预期；宏观经济波动风险；业务开拓难度加大；跨市场选取可比公司进行估值具有一定的差异。

投资评级

行业	工业/工业工程
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	1.2 港元
目标价格	1.75 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	3,197.24
港股总市值(百万港元)	3,836.69
每股净资产(港元)	3.78
资产负债率(%)	68.72
一年内最高/最低(港元)	2.56/0.91

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003	baorongfu@tfzq.com
朱晔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110522080001	zhuye@tfzq.com
王涛	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001	wangtao@tfzq.com
王雯	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521120005	wangwena@tfzq.com
王悦宜	联系人
wangyueyi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 高空作业平台租赁龙头企业，打造一站式运营服务能力.....	4
1.1. 深耕建筑设备租赁行业，背靠远东宏信赋能长远发展.....	4
1.2. 三大业务构筑核心竞争力，打造一站式服务能力.....	5
1.3. 业绩保持较快增长，现金流及回款表现优异.....	8
2. 看点一：积极开拓海外市场，打造全球性的设备运营体系与流通渠道.....	11
2.1. 拓展海外业务，加大海外资产布局力度.....	11
2.2. 数字化战略构建物联网系统，提升运营效率和客户服务能力.....	14
3. 看点二：高空作业平台租赁市场出清加速，寡头竞争格局稳定.....	17
3.1. 人口红利逐渐消退，机械设备代替人工趋势或将逐渐明朗.....	17
3.2. 市场回暖高空作业平台租金有望迎来提价.....	17
3.3. 国内设备运营服务集中度有望提升，高空作业平台租赁市场出清明显.....	18
4. 看点三：轻资产运营模式顺利推行，公司管理设备快速增长.....	21
5. 盈利预测.....	24
6. 风险提示.....	27

图表目录

图 1：宏信建发发展历程.....	4
图 2：宏信建发股权穿透图（截至 2024.06）.....	5
图 3：设备运营行业价值链示意图.....	5
图 4：2024H1 宏信建发经营租赁服务下游客户行业分布.....	5
图 5：宏信建发一站式全系列设备运营服务.....	6
图 6：2019-2024H1 三大业务模式营业收入情况.....	6
图 7：三大业务模式毛利率情况（%）.....	6
图 8：宏信建发部分新型支护系统.....	7
图 9：2021-2024H1 宏信建发新型支护系统保有量及利用率.....	7
图 10：宏信建发盘扣式脚手架示意图.....	7
图 11：2021-2024H1 宏信建发新型模架系统保有量及利用率.....	7
图 12：宏信建发高空作业平台.....	8
图 13：2021-2024H1 宏信建发高空作业平台保有量及利用率.....	8
图 14：2018-2024H1 宏信建发营业收入（亿元）及 yoy.....	9
图 15：2018-2024H1 宏信建发净利润（亿元）及 yoy.....	9
图 16：2019-2024H1 宏信建发期间费用率构成.....	9
图 17：2019-2024H1 宏信建发与海南华铁期间费用率对比.....	9
图 18：2019-2024H1 宏信建发 CFO、CFI 净额（亿元）及 yoy.....	10
图 19：2019-2024H1 宏信建发净现比.....	10
图 20：2019-2024H1 宏信建发与海南华铁应收账款账龄结构对比.....	10
图 21：2019-2024H1 宏信建发与海南华铁应收账款天数对比.....	10
图 22：宏信建发海外业务发展规划.....	11

图 23: 宏信建发-资产全生命周期的梯次利用.....	12
图 24: 宏信建发海外资产管理规模目标.....	12
图 25: 宏信建发海外布局情况.....	13
图 26: 2020-2024H1 宏信建发、海南华铁服务网点数量(单位:个).....	13
图 27: 公司募集资金计划.....	14
图 28: 2020-2023 年公司与海南华铁人均创收对比.....	14
图 29: 2018-2024H1 公司管理费用率.....	14
图 30: 2020-2024H1 公司人均调度设备.....	15
图 31: 2021-2024H1 公司人均服务设备.....	15
图 32: 宏信设备高空作业平台微信小程序主要界面.....	15
图 33: 2020-2024H1 公司客户数量及增速.....	16
图 34: 2020-2024H1 公司员工数量及增速.....	16
图 35: 2013-2023 年建筑业从业人数变化趋势.....	17
图 36: 2013-2023 年建筑业人员平均工资逐年递增.....	17
图 37: 华铁大黄蜂涨价通知.....	17
图 38: 23M11-24M11 升降工作平台租赁行业租金价格指数.....	18
图 39: 23M11-24M11 升降工作平台租赁行业出租率指数.....	18
图 40: 2022 年北美前三大租赁商市场占比.....	19
图 41: 2022 年中国前三大租赁商市场占比.....	19
图 42: 2020-2024Q3 宏信建发/海南华铁/其他厂商设备市占率.....	19
图 43: 2020-2024Q3 宏信建发/海南华铁/其他厂商设备保有量.....	19
图 44: 2020-2022 年中美高空作业平台渗透率对比.....	20
图 45: 宏信建发轻资产运营模式——转租.....	21
图 46: 公司受托管理设备资产结构.....	21
图 47: 宏信建发与招银租赁成为战略合作伙伴.....	22
图 48: 宏信建发与华夏金租成为战略合作伙伴.....	22
图 49: 2021-2024H1 宏信建发与海南华铁轻资产设备管理规模对比.....	22
图 50: 2020-2023 年宏信建发/海南华铁平均融资利率对比.....	23
图 51: 2019-2024H1 宏信建发、海南华铁资产负债率情况.....	23
图 52: 转租模式毛利率整体低于自有设备租赁业务毛利.....	23
图 53: 公司业务拆分及预测(单位:百万元).....	24
图 54: 宏信建发费用率预测.....	25
图 55: 宏信建发利润表预测(单位:百万元).....	26
表 1: 公司典型项目案例.....	8
表 2: 可比公司估值表.....	25

1. 高空作业平台租赁龙头企业，打造一站式运营服务能力

1.1. 深耕建筑设备租赁行业，背靠远东宏信赋能长远发展

国内领先高空作业平台租赁商，中国领先的设备综合运营服务商。2011 年公司前身上海宏信设备工程有限公司，签约首单支护系统和道路设备租赁业务；2014 年，宏信设备与宏金设备两家公司战略整合为上海宏信建设发展有限公司，形成新型支护系统、新型模架系统、高空作业平台等多产品线布局，迈入设备综合运营服务新阶段；2017 年上线自主研发的 EIM 设备智能管理系统，实现国内租赁行业首创；2019 年，天津宏信建发投资有限公司成立，为境内投资控股平台，且为宏信建发上市架构中直接境内主体公司；2021 年宏信建发获得 2.05 亿美元战略融资，轻资产业务模式成功，资本化进程取得实质性进展；2023 年，宏信建发于香港联交所成功上市，并在马来西亚、越南、泰国、迪拜、沙特设立全资子公司，提前布局海外新兴市场；2024 年上半年公司的海外业务收入大幅增长，首批布局出海业务的国家开始贡献收入增量。

图 1：宏信建发发展历程

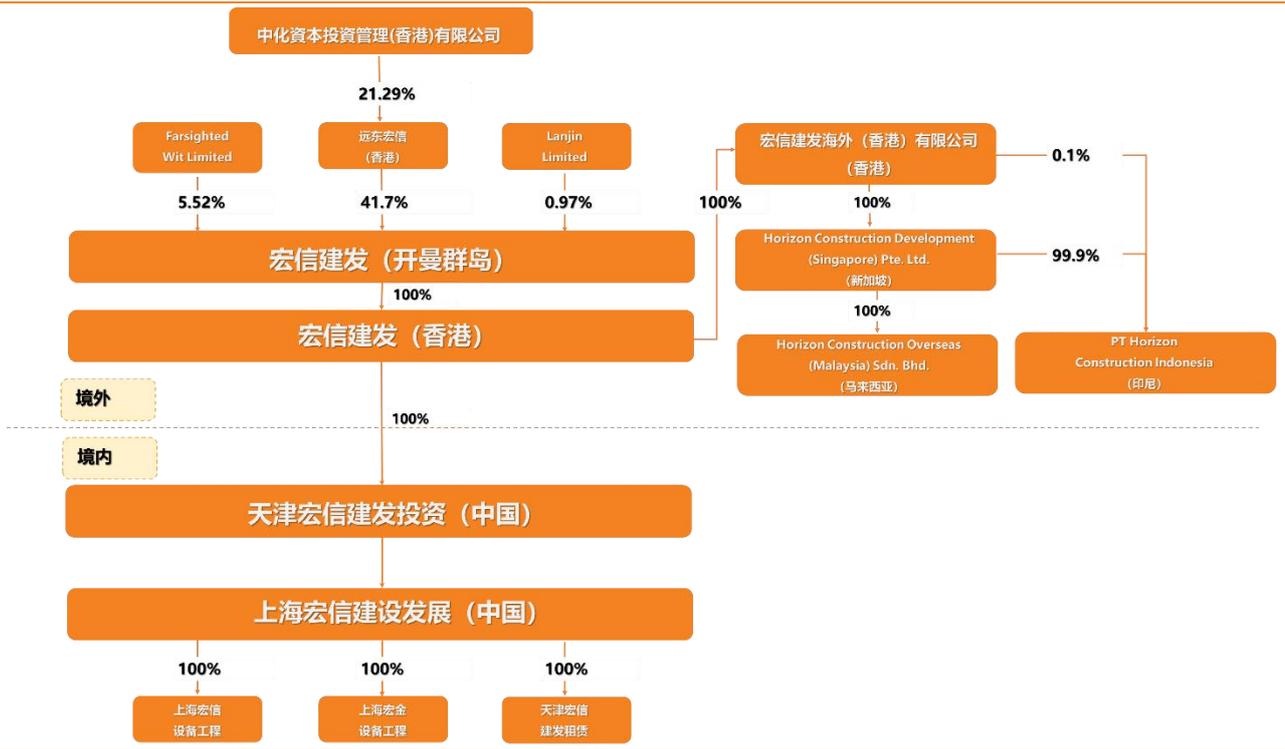


资料来源：公司官网，公司 2024 年中期业绩介绍材料，天风证券研究所

大股东持股比例高，引入战略投资者开展轻资产模式。2024 年大股东远东宏信进行实物分派，分派完成后大股东远东宏信直接持股建发比例达 41.7%，通过远东宏信全资子公司天津宏圣旗下的 Farsighted Wit Limited 间接持股 5.52%，合计控股 47.22%，Lanjin Limited 持有 0.97% 股权。2021 年公司引入包括上游厂商徐工集团、中联重科、浙江鼎力、临工重机、特雷克斯以及中新融创、高瓴资本、招银国际在内的八家战略投资者，轻资产业务模式成功，并强化上下游业务协同性，资本化进程取得实质性进展。

出身于产业综合运营能力强大的远东宏信，大股东赋能宏信建发租赁业务。宏信建发大股东远东宏信在 2011 年在香港联交所主板上市，集团大股东为中化资本投资管理（香港）有限公司（持股比例 21.29%），中化资本隶属于中国中化集团，由国资控股。大股东远东宏信是一家横跨金融和产业的综合集团，资产规模超 3000 亿元，综合金融累计服务企业客户超 2 万家，累计向实体经济投放资金超万亿元，拥有雄厚产业综合运营能力和基础。宏信建发的成功上市，验证了大股东远东宏信的“金融+产业”战略，2023 年，远东宏信标普国际评级升至 BBB-，成为国内唯一投资级融资租赁公司，资信优势进一步凸显。我们认为，公司依托大股东宏信建发获得资金和资信方面的优势，租赁业务上实现迅速成长，同时借助大股东金融租赁业务的经验，有望实现设备租赁业务方面的协同。

图 2：宏信建发股权穿透图（截至 2024.06）



资料来源：Wind，公司招股说明书，天风证券研究所

1.2. 三大业务构筑核心竞争力，打造一站式服务能力

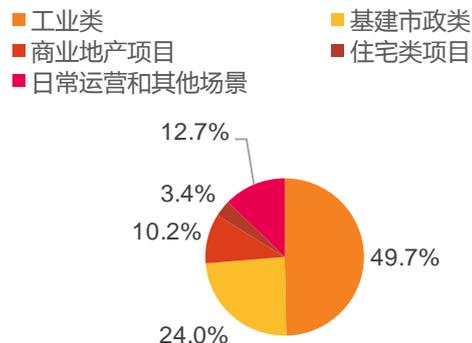
公司主营业务设备运营处于产业链中游，下游客户以工业类和基建类为主。设备运营服务市场按价值链可分为三部分，即上游设备供应商、中游设备运营服务提供商以及下游设备用户，上游设备供应商提供工程机械设备、建筑机械设备等产品，中游设备运营服务提供商，主要提供设备租赁、施工安装、维修保养等服务。公司下游客户行业分布广泛，从宏信建发的收入结构来看，24H1 公司工业类客户占比 49.7%，基建市政类客户占比 24%，商业地产类客户占比 10.2%。

图 3：设备运营行业价值链示意图



资料来源：公司招股书，2024 年中期业绩介绍材料，天风证券研究所

图 4：2024H1 宏信建发经营租赁服务下游客户行业分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

三大业务类型打造公司一站式服务能力，公司主营业务由经营租赁服务、工程技术服务、平台服务三种类型构成。一站式运营服务主要指设备租赁、工程施工、代理销售、备件销售、二手处置以及维修制造等服务。公司经营租赁业务的主要产品包括高空作业平台、新型支护系统、新型模架系统及其他设备（道路设备和电力设备）。工程技术服务则包括设

计、设备及材料供应、现场施工及安装、维修及保养、物流服务等环节，可以补充经营租赁服务，赋能客户。平台及其他服务包括联合模式和撮合模式两种模式，其中联合模式采取向其他设备供应商进行租赁，并与客户订立转租安排的模式，该模式属于轻资产模式，主要为中小型设备服务供应商或工程承包商整合盘活闲置或分散的设备资源。

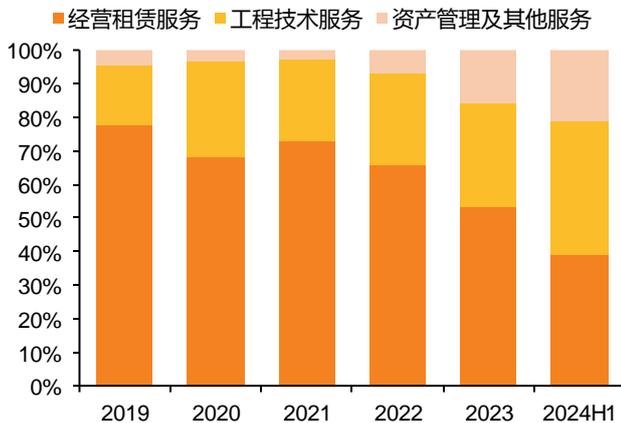
图 5：宏信建发一站式全系列设备运营服务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

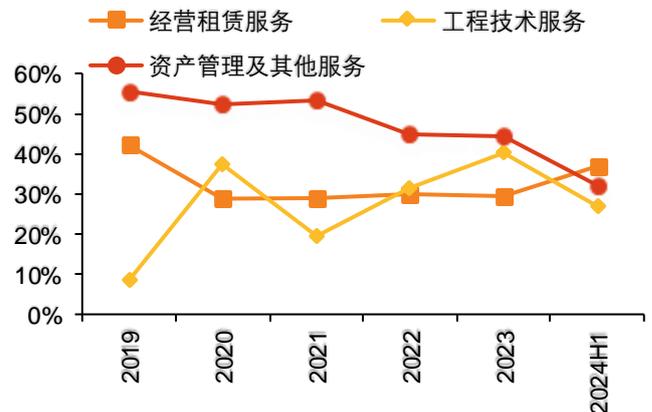
租赁服务业务为公司核心业务，高空作业平台管理设备增多，资产管理及其他服务业务占比逐渐提升。三类业务在 2018-2023 年间均实现快速增长，2019-2023 年经营租赁业务营收 CAGR 为 26.04%，2024H1 该业务板块营收为 18.96 亿元，同比下降 24.35%，占比为 38.91%，营收下滑主要系公司部分产品出租价格波动。工程技术服务、平台及其他服务业务营收规模增长较快，2019-2023 年 CAGR 分别为 58%、90%。24H1 工程技术服务实现收入 19.46 亿，同比+70.6%，资产管理及其他服务（又名“平台及其他服务”）业务收入 10.3 亿，同比增加 84.1%。资产管理及其他服务包括两部分，一部分是平台服务，即运营合作方的高空作业平台，据 2024 半年度报告，截至 24H1，公司拥有的运营管理的 204800 台高空作业平台中，有 72635 台本集团外的高空作业平台，占运营管理设备的 35%，平台服务收入为 7.44 亿，同比增长 148.4%，贸易及其他业务收入为 2.87 亿，同比增长 10.2%，主要为销售设备、材料及备件产生的收入。从毛利率情况看，24H1 租赁服务业务毛利率为 37.1%，同比下滑 2.4pct；工程技术服务毛利率为 27.0%，毛利率同比提升 6.3pct，主要系新型支护系统以及模架系统的订单签约金额同比大幅提升，平均利用率提升；资产管理及其他服务业务毛利为 32.1%，同比下滑 5.3pct，毛利率下降主要系运营管理资产的市场租金水平波动所致。

图 6：2019-2024H1 三大业务模式营业收入情况



资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 7：三大业务模式毛利率情况 (%)

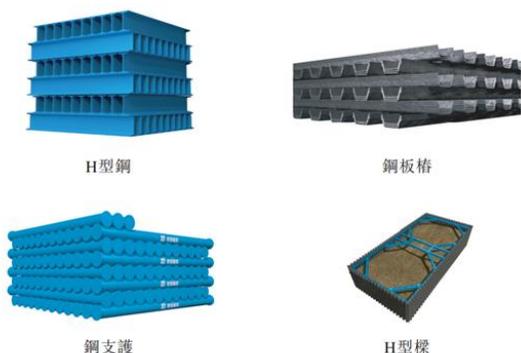


资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

宏信建发以“高空作业平台、新型支护系统、新型模架系统”为主要产品线，三大产品线有效协同和连接，构建以工程机械设备“全生命周期管理”为核心的综合运营服务体系。2023 年度，公司在三大产品的保有量均位居行业领先，24H1 高空作业平台利用率短暂下滑，主要由于平台服务模式管理的同业二手高空作业平台存在一定验收、整備和再部署周期，以及海外市场受海运交付周期和新市场开发期的影响。

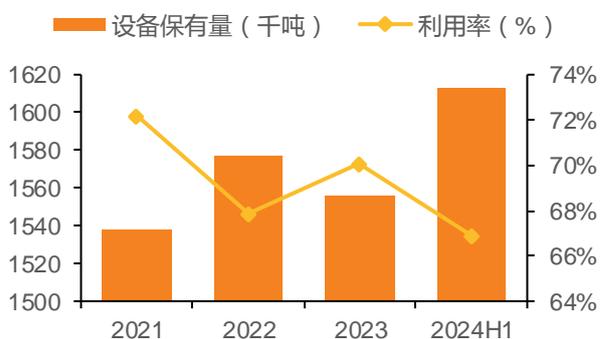
- **新型支护系统：**新型支护系统主要指钢结构支护系统，其正逐渐取代混凝土、水泥支护系统等传统支护系统，新型支护系统具有安全绿色的优势，能够缩短工期并降低造价，公司主要提供包括钢板桩、钢支护、H 型钢及 HC 支撑（组合型钢支护）在内的支护类产品。2022 年度，根据公司口径统计，公司新型支护系统保有量占全国总保有量比例分别达到 5%。24H1 新型支护系统设备保有量为 161.3 万吨，设备利用率为 66.9%，同比提升 1.9pct。

图 8：宏信建发部分新型支护系统



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 9：2021-2024H1 宏信建发新型支护系统保有量及利用率

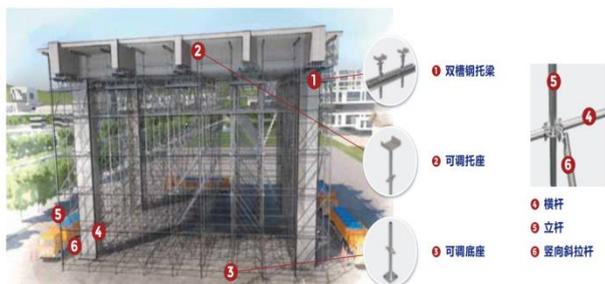


资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

注：利用率=年内租赁资产总产值平均值/设备总价值平均值

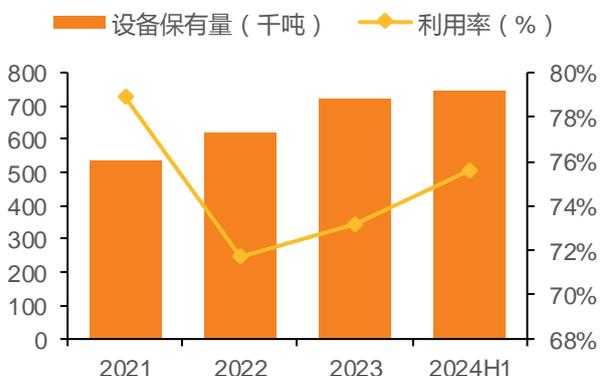
- **新型模架系统：**模架系统用于工程建设支护和围护，主要包括模板和脚手架两大类，公司所提供的新型模架系统主要指用于工程建设须的盘扣式脚手架，该类脚手架的优势在于承载力大、结构简单且通用性强（便于安装、拆除且易于管理），广泛应用于基础设施、厂房、房屋建设等领域。2021 年底模架系统保有量的市占率约为 3.2%，截至 2024H1，公司拥有约 74.8 万吨新型模架系统，2024 年上半年设备利用率为 75.6%，同比提升 5.7pct。

图 10：宏信建发盘扣式脚手架示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 11：2021-2024H1 宏信建发新型模架系统保有量及利用率



资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

注：利用率=年内租赁资产总产值平均值/设备总价值平均值

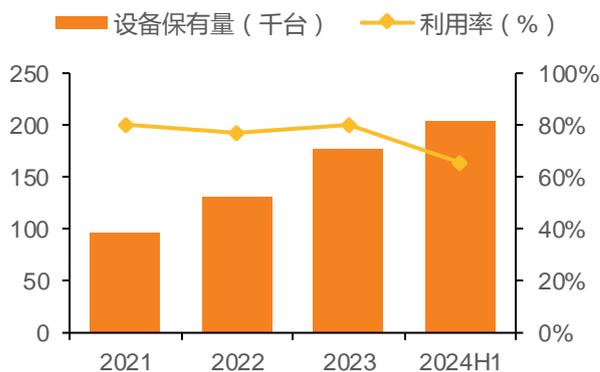
- 高空作业平台：**高空作业平台指在一定高度进行作业所使用的设备，广泛用于所有高空作业情景。随着使用设备代替人工的趋势日益显现，高空车应用逐渐多维度、多场景化，区别于前两类材料产品所瞄准的基建、房建等应用场景，高空作业平台受宏观经济波动影响、对新建市场依赖较小，应用场景逐渐转向存量建筑，目前应用场景已经拓展到房屋修缮、场馆建设、市政绿化、轨道交通、城市改造、园林维护、物流仓储、影视场景搭建等多元领域，尤其在大型物体、大型场馆以及建筑外墙装饰等方面表现出较好的发展前景。宏信建发整合线上线下服务的零售运营服务模式，为终端用户提供灵活、快速、高效的一站式高空作业平台服务解决方案，推出为外部用户开发的“宏信设备高空车”微信小程序，实现在线签约、在线支付、物流跟踪、交易结算、开具发票等服务。截至 2024Q3，公司高空作业平台保有量达 21.48 万台，上半年高空租赁设备利用率为 65.6%，同比下降 7.9pct。

图 12：宏信建发高空作业平台



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 13：2021-2024H1 宏信建发高空作业平台保有量及利用率



资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

注：利用率=年内租赁资产总产值平均值/设备总价值平均值

客户规模稳健增长，里程碑式项目彰显公司实力。宏信建发自成立以来，积攒良好信誉与口碑，参与建造上海国家会展中心、港珠澳大桥、北京大兴国际机场、火神山医院及雷神山医院等多个高质量、高知名度里程碑式项目，高质量完成客户响应。与此同时，公司客户数量实现快速突破，从 2020 年度的 4,134 名客户增长到 2022 年的 22,438 名，CAGR 达 132.97%，2022 年，国内建筑企业管理协会颁布的前十强建筑行业企业中有 7 家与宏信建发持续合作达 5 年以上，体现了建发高质量、高粘度的客户特质。

表 1：公司典型项目案例

项目名称	时间	提供的设备及工程及技术服务
火神山医院及雷神山医院	2020	电力设备；一站式解决方案
四川某知名酒厂	2019-2021	新型模架系统；高空作业平台
杭州萧山机场	2019-2020	道路设备；新型模架系统；高空作业平台；
杭州奥体中心	2018-2021	新型支护系统；新型模架系统；高空作业平台；
北京大兴国际机场	2017	新型模架系统；高空作业平台
港珠澳大桥	2016	高空作业平台
上海国家会展中心	2012-2015	新型支护系统；新型模架系统；高空作业平台；电力设备；一站式解决方案

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.3. 业绩保持较快增长，现金流及回款表现优异

营业收入及净利润保持较快增长势头。从收入端看，2019-2023 年公司营收 CAGR 达 38.28%，保持较快的增长势头，受益于管理资产规模的扩张以及资产利用率的提升，2024H1 公司营收达 48.77 亿元，同比增长 16%。从利润端看，2019-2023 年净利润 CAGR 达 26.13%，

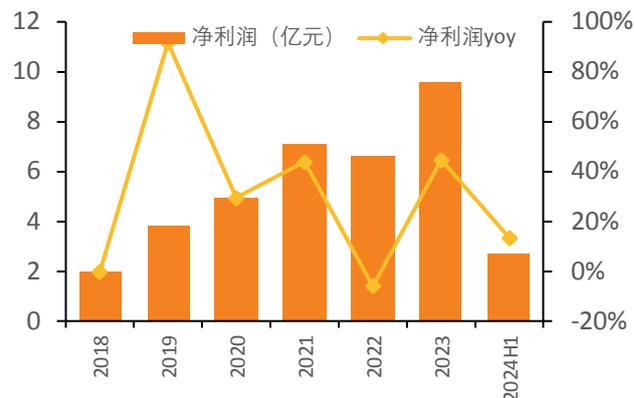
2024H1 公司归母净利润实现同比 13.11% 的增长，增速放缓主要系 2024 年上半年的高空作业平台市场租金价格波动所致。

图 14：2018-2024H1 宏信建发营业收入（亿元）及 yoy



资料来源：Choice，天风证券研究所

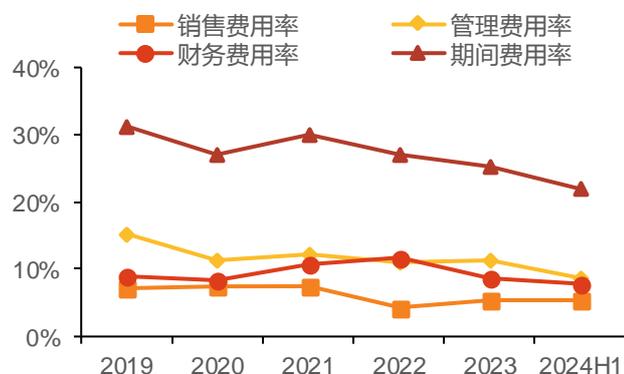
图 15：2018-2024H1 宏信建发净利润（亿元）及 yoy



资料来源：Choice，天风证券研究所

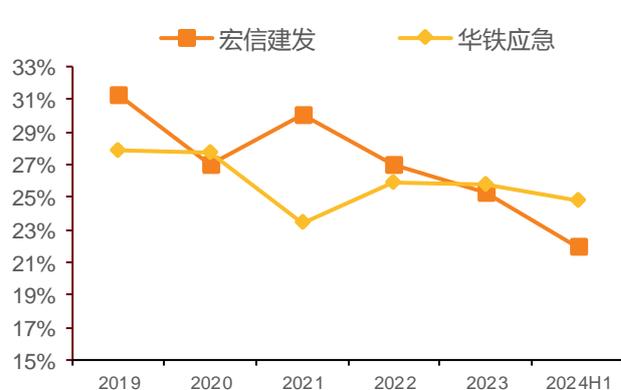
公司费用管控能力整体较好，上市之后财务费用支出明显下滑。宏信建发初期费用率情况较海南华铁略高，2023 年上市之后公司的费用率逐渐低于华铁。公司的财务费率在公司 2021 年启动上市程序后的 2022 年出现较明显的上升，2021、2022 年公司首次公开发售前投资所得款项产生的普通股赎回负债利息分别为 0.64 亿、1.08 亿，2023 年公司财务费用率 8.68%，同比下滑 3.06pct。销售费用率和管理费用率整体呈现下滑趋势，24H1 公司期间费用率低于可比公司海南华铁。

图 16：2019-2024H1 宏信建发期间费用率构成



资料来源：公司公告，Choice，天风证券研究所

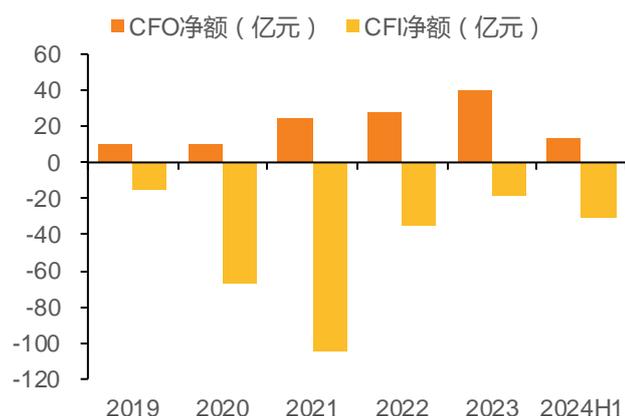
图 17：2019-2024H1 宏信建发与海南华铁期间费用率对比



资料来源：Choice，天风证券研究所

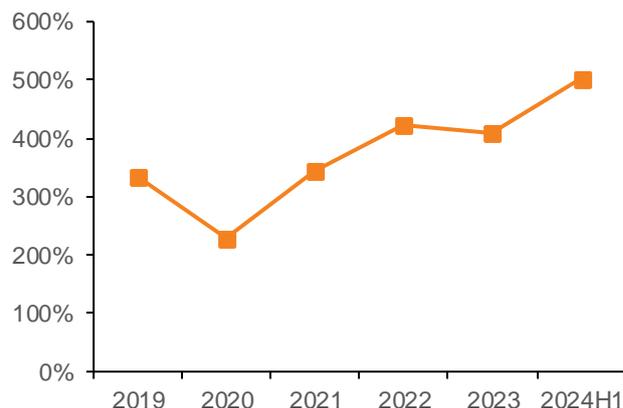
经营性现金流持续改善，净现比逐步回升，经营质量较优。公司 2023 年经营性现金流净流入达 39.50 亿元，同比上升 39.94%，主要系公司回款管理能力提升。投资性现金流反映公司每年用于扩张业务规模而投入的资金，2020、2021 年公司投资性现金流支出出现快速增长，主要用于购买高空作业设备支出增加。净现比情况来看，公司自 2020 年之后净现比逐渐回升，24H1 净现比为 503%，反映出公司回款管理能力较强。我们认为，受益于公司数字化业务持续推进以及轻资产模式推广，公司现金流或将继续优化。

图 18： 2019-2024H1 宏信建发 CFO、CFI 净额 (亿元) 及 yoy



资料来源: Choice, 天风证券研究所

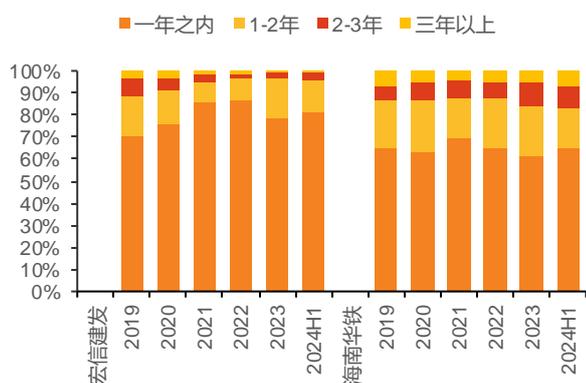
图 19： 2019-2024H1 宏信建发净现比



资料来源: Choice, 天风证券研究所

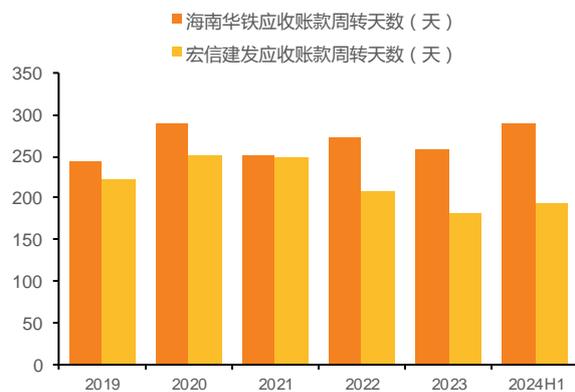
应收账款多以一年以内的账龄为主，回款天数优于同行。与海南华铁相比，宏信建发应收账款账龄结构更加健康，平均应收账款天数自 2019 年以来一直较华铁更短，账期在 1 年之内的应收账款占比明显更高，2023 年公司一年以内的应收账款占比为 78.9%，2024H1 公司一年以内的应收账款占比提升至 81.2%，反映出公司应收账款结构不断优化的趋势，与可比公司对比，2023 年海南华铁一年以内的应收账款占比为 61.03%。作为租赁公司，宏信建发面对的客户数量庞大，尤其是高空作业平台业务面对大量中小型客户，为此，宏信建发采用“宏信分”模型针对中小型客户进行风险量化评估，实现了对于中小型客户的智能化、自动化评审，从而减少了部分坏账损失的风险。从应收账款周转天数来看，宏信建发应收账款周转天数要小于可比公司，24H1 宏信建发与海南华铁周转天数分别为 193/291 天，宏信建发在应收账款管理方面优于海南华铁。

图 20： 2019-2024H1 宏信建发与海南华铁应收账款账龄结构对比



资料来源: 公司公告, Choice, 天风证券研究所

图 21： 2019-2024H1 宏信建发与海南华铁应收账款天数对比



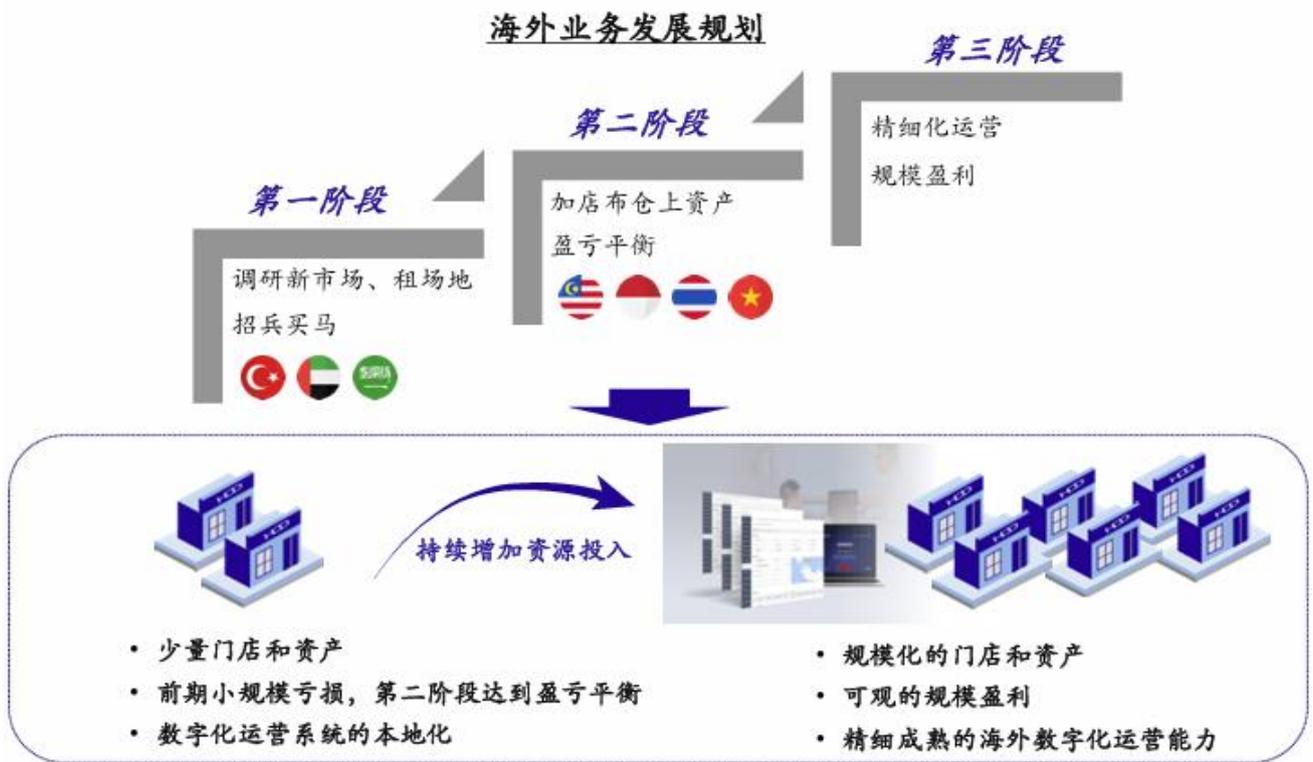
资料来源: 公司公告, Choice, 天风证券研究所

2. 看点一：积极开拓海外市场，打造全球性的设备运营体系与流通渠道

2.1. 拓展海外业务，加大海外资产布局力度

依托大陆开拓海外，实施“3+3+3”的国际化战略，拓展海外庞大增量市场。宏信海外扩张分为三阶段，第一阶段：调研新市场、租场地招兵买马。第二阶段：加店布仓上资产，实现盈亏平衡。第三阶段：精细化运营，实现规模盈利。2024年公司快速增加东南亚地区的资源投入，持续挖掘中东潜力市场，已进入印度尼西亚、马来西亚、越南、泰国、沙特、阿联酋、土耳其市场，发掘海外潜在需求。公司通过在当地布局少量门店和资产介入当地市场，再通过持续增加资源投入以及布局数字化运营系统，实现规模化门店和资产运营，从而实现海外盈利。

图 22：宏信建发海外业务发展规划



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司独有的布局优势将有助于提升资产全生命周期运营效率，打造全球性的设备运营体系和流通渠道。海外经营盈利空间相对较大，以柴油臂车为例，海外价格是国内的三倍，但柴油成本仅为国内的一半，且柴油臂车在国内逐渐被电动臂车取代，在海外却是主流产品，因此根据国内外资产价值差异，可以将国内低效资产转移至海外来获取高利润、高回报。东南亚及中东地区基建需求旺盛，通过区域调配或可提升设备整体的回报率。公司基于独有的海内外布局和供应链渠道体系，公司将更高效地利用各个区域的发展代差和监管代差优势，实现资产全生命周期的梯次利用。

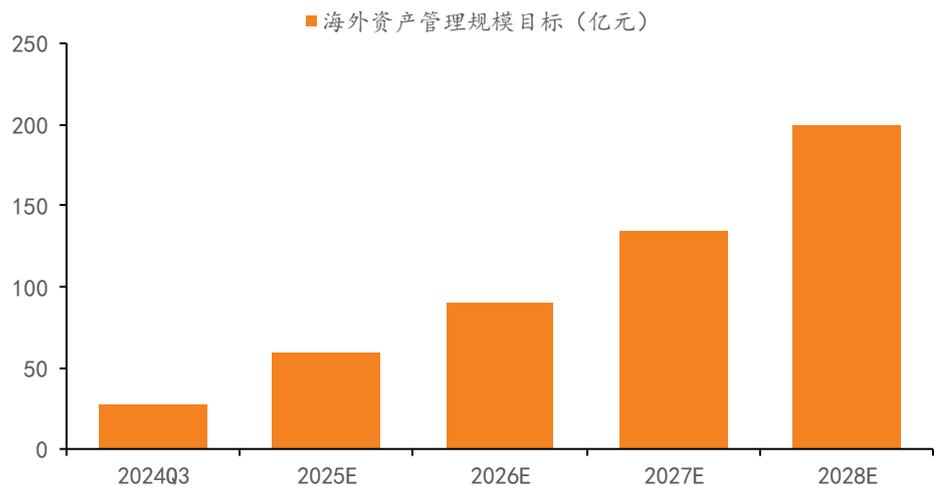
图 23：宏信建发-资产全生命周期的梯次利用



资料来源：公司官网，天风证券研究所

宏信建发持续提升海外业务的拓展速度，数字化系统配置提升海外设备管理能力和运营效率。公司已成功开拓马来西亚、印度尼西亚、泰国、越南、沙特阿拉伯、阿联酋、土耳其等 7 个海外国家，设立了共 44 个海外网点，东南亚资产配置计划主要包含高机、支护材料、矿机、盘扣等；中东的资产配置计划主要包括高机、盘扣、挖机、叉车等。24 年上半年，公司已完成宏信建发数字化系统的海外国际化升级和本地化部署，租赁业务系统本地化平台以及设备管理系统本地化平台均已上线。截至 24Q3 末，海外资产管理规模原值已超过人民币 27 亿元，海外设备利用率有效提升，拉动海外业务收入快速爬坡，自 2024 年 8 月起已实现海外业务单月盈利。根据公司规划，2028 年宏信建发海外资产管理规模达约 200 亿。

图 24：宏信建发海外资产管理规模目标

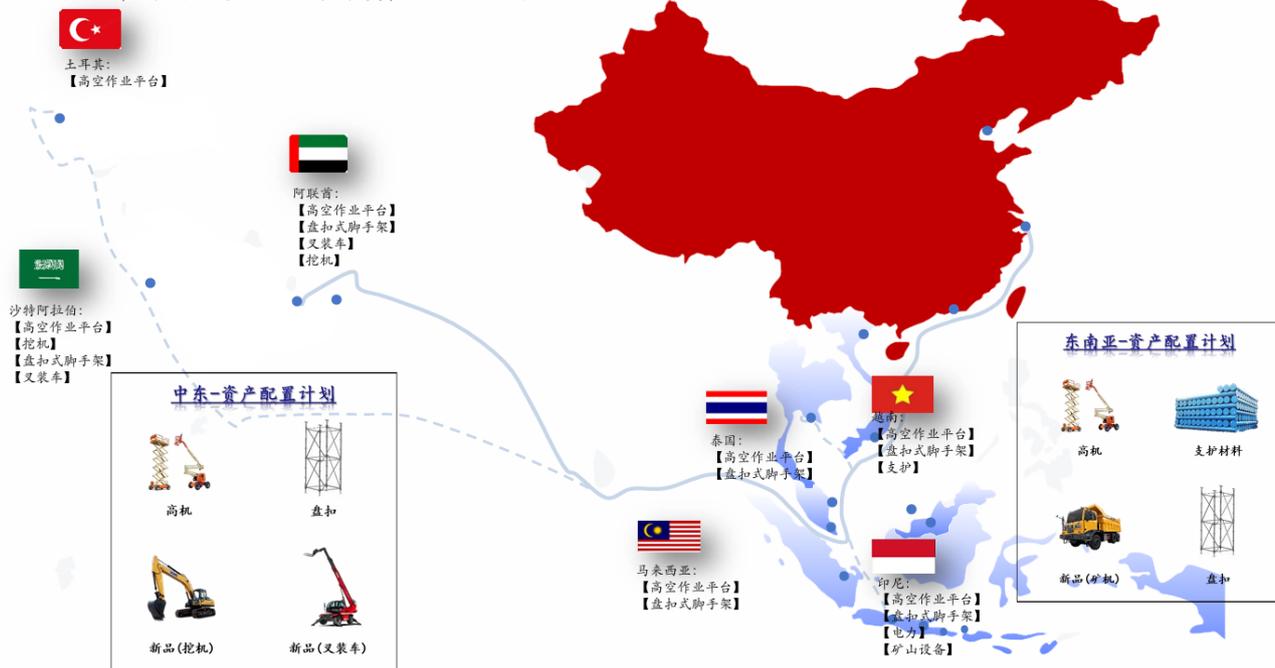


资料来源：公司官网，天风证券研究所

注：海外管理规模目标为前瞻性预测数字，最终结果可能随经营目标调整而变化

图 25：宏信建发海外布局情况

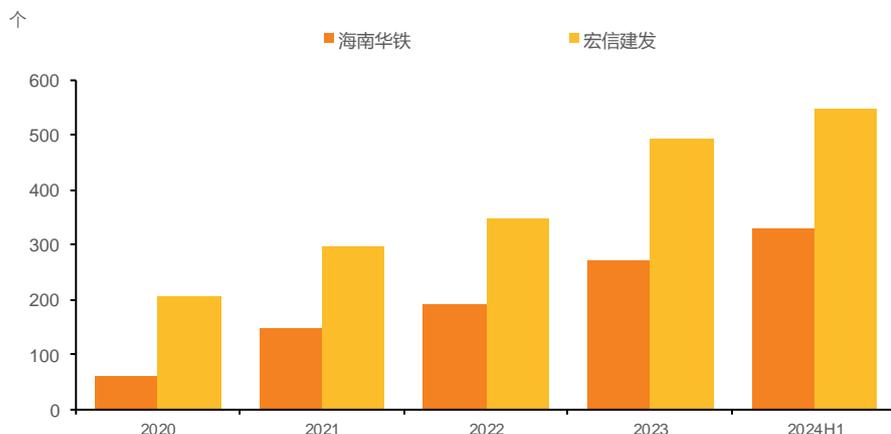
- 为实现规模化的运营，伴随着海外经营基础的建立及供应链通道的打通，公司下半年将进一步加大海外资产配置力度



资料来源：公司官网，天风证券研究所

扩大服务网络覆盖，进一步提升客户服务能力。公司服务网点网络和零售运营体系遍布全国，主要聚焦于向客户提供设备的日常维修保养服务及仓储服务，大幅提高服务品质和效率，缩短响应时间。公司建立四大运营基地，分别设在上海嘉定、上海金山、天津武清及广州南沙，主要聚焦于设备的深度维修和再制造。近年来，公司的服务网点数量快速增长，从2020年的207家增加至2024H1的550家，其中中国大陆514个网点，1个中国香港网点，境内覆盖超200个城市，确保业务和服务能够广泛覆盖并迅速响应，加快原有东南亚市场开拓进度的同时，持续挖掘中东潜力市场，在马来西亚、越南、印度尼西亚、泰国、沙特、阿联酋、土耳其国际市场布局 and 经营，截至2024Q3末，已在东南亚、中东等地设立了44个海外网点。

图 26：2020-2024H1 宏信建发、海南华铁服务网点数量（单位：个）

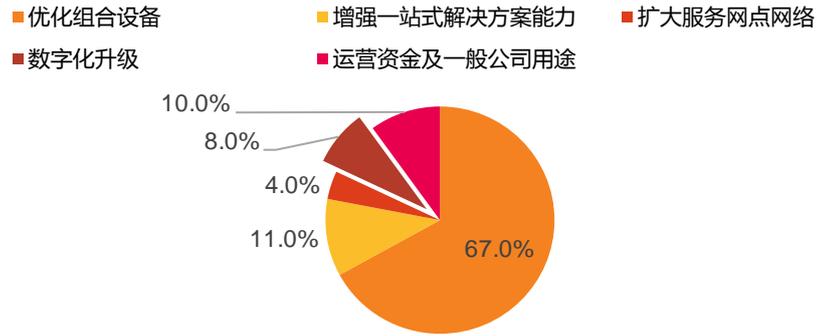


资料来源：各公司公告、海南华铁公众号，天风证券研究所

2.2. 数字化战略构建物联网系统，提升运营效率和客户服务能力

推行数字化战略，加强数字化升级投入。公司在业务运营、供应链管理系统、财务控制系统、人力资源管理系统方面持续推行数字化及自动化战略，构建物联网系统，为公司的业务运营提供关键支持，促使公司的运营效率及客户服务能力提升，成为公司的核心竞争优势之一。公司坚持推行数字化战略，占总募集资金的 8%。公司拥有专业的研发团队和两个研发中心，其中上海研发中心已成为数字化建设的总部，主要负责产品策划、用户体验设计、保安、大数据、演算法及手机研究；天津分中心主要负责研究及设计公司的物流平台，并与上海研发中心共同构建公司的数字供应链系统。

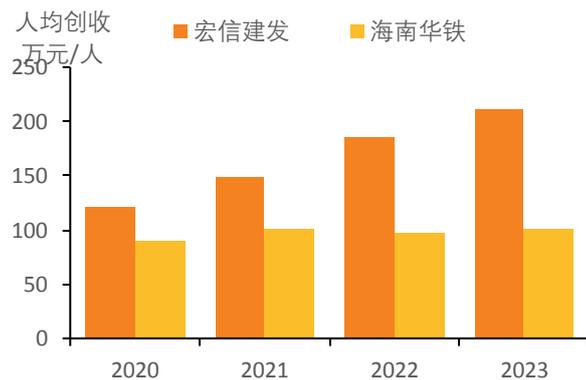
图 27：公司募集资金计划



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

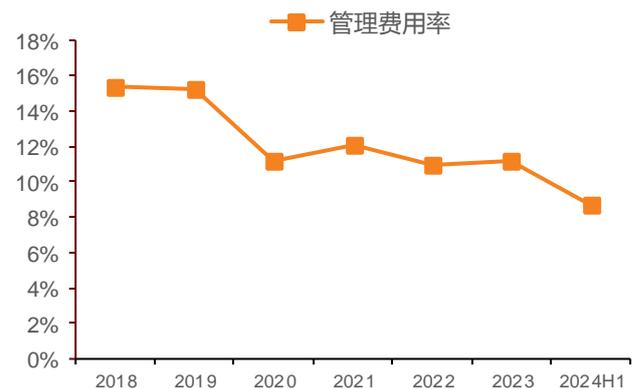
加快推进数字化运营管理，人均创收水平显著高于海南华铁，管理优势明显。公司自 2015 年起建立企业资源计划 ERP 系统，于 2019 年升级为综合在线系统，涵盖客户服务、订单管理、采购、仓储、人力资源和财务等业务运营的各方面，实现降本增效。公司管理费用率显著下降，从 2018 年的 15.39% 降至 2024H1 的 8.69%；同时提高人均创收能力：公司人均创收从 2020 年的 120.32 万元/人增长至 2023 年的 210.73 万元/人，CAGR 达 21%，高于可比公司海南华铁的人均创收水平，管理优势凸显。

图 28：2020-2023 年公司与海南华铁人均创收对比



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

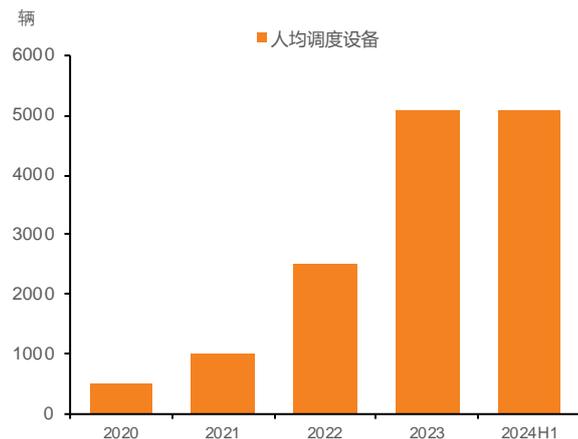
图 29：2018-2024H1 公司管理费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

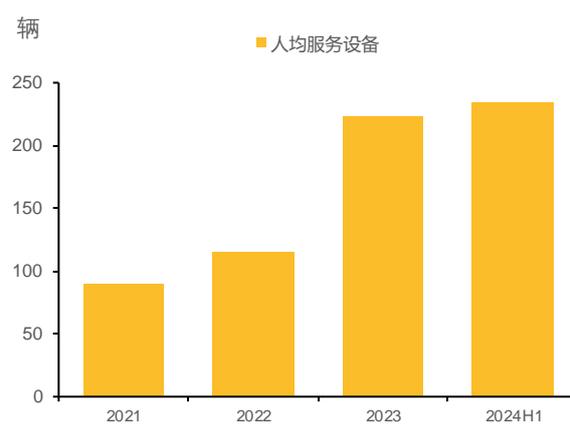
数字化建设赋能管理效率及服务质量推提升，构建起高效的运营服务产业链。公司在设备上安装智能硬件，实现设备远程控制、实时监控及自动下达订单，建立物联网系统，优化仓网模型。①**人均设备管理能力提升**，公司借助数字化手段，建立高效的调拨算法，高空作业平台人均调拨能力从 2020 年的约 500 台增至 2023 年的约 5100 台，2024 年中期合同签署、设备交付确认线上化率已达 100%；②**人均设备服务能力提升**，人均服务设备从 2020 年的 55 台增加至 2023 年的 224 台，24H1 服务人机比已达 1:234。

图 30：2020-2024H1 公司人均调度设备



资料来源：宏信建发公众号，公司公告，宏信建发官网，天风证券研究所

图 31：2021-2024H1 公司人均服务设备



资料来源：宏信建发公众号，宏信建发官网，天风证券研究所

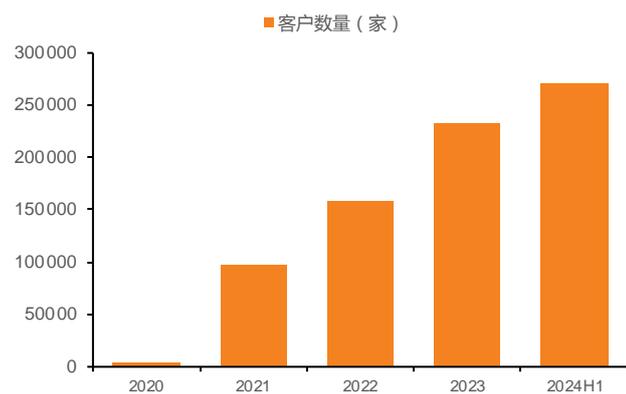
建立全周期设备运营数字化服务系统，大幅提升客户服务能力。公司致力于提供覆盖全周期的设备运营数字化服务，开发“宏信设备高空作业平台”微信小程序，为终端使用者提供灵活、快捷、高效的一站式高空作业平台服务解决方案，实现平均配送里程数从 2018 年约 70 公里缩短至 2024 年的 37 公里，公司预计部分服务网点的目标距离于 24 年底缩短至 30 公里；平均响应时效时间约为 4 小时，远超行业内平均水平（12-24 小时），快速交付和响应能力使公司从国内设备运营服务竞争对手中脱颖而出，在行业内保持领先。此外，公司的专业运营团队覆盖全国，及时响应所有维修保养服务要求，月人均拜访客户达 124 次，平均 1.5 小时内到达，并提供现场指导和驻场服务。近年来，公司客户数量实现快速增长，从 2020 年的 4.7 万家增长至 2023 年的 23.2 万家，CAGR70%，2024 年上半年客户数量进一步增长至 27.1 万家。

图 32：宏信设备高空作业平台微信小程序主要界面



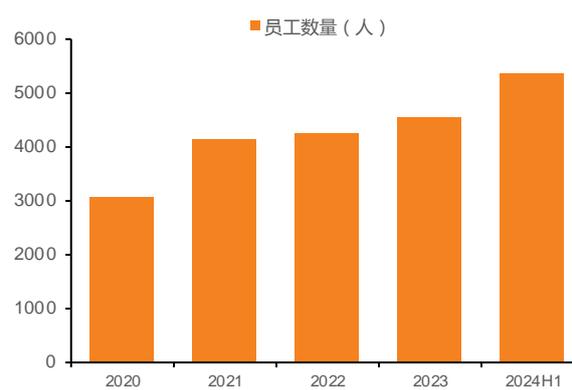
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33：2020-2024H1 公司客户数量及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 34：2020-2024H1 公司员工数量及增速



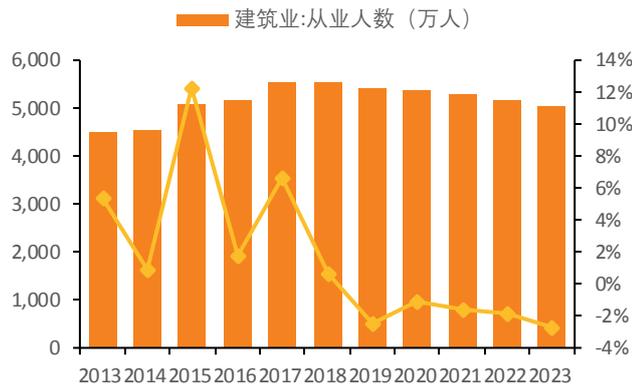
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 看点二：高空作业平台租赁市场出清加速，寡头竞争格局稳定

3.1. 人口红利逐渐消退，机械设备代替人工趋势或将逐渐明朗

人口红利优势逐渐消退，人力成本不断攀升，未来机械化设备取代人工或将成为趋势。人口老龄化时代逐渐到来，2023年农民工中50岁以上的人数占比已达30.6%，相较于2013年，该比例仅为15.2%，人口老龄化已成为不可逆转的趋势。建筑业从业人数在2018年达到顶峰之后开始逐年下降，2023年从业人数较2018年减少约520万人，下降幅度为9.34%。从人力成本角度来看，建筑业从业人员平均工资连续十年上涨，2013-2023年均复合增长率为7.39%。我们认为，持续减少的建筑从业人数、快速增长的人工成本和逐渐老龄化的施工队伍或将促使相关单位大量使用机械设备，以弥补劳动力缺失和降低人工成本支出。

图 35：2013-2023 年建筑业从业人数变化趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：2013-2023 年建筑业人员平均工资逐年递增

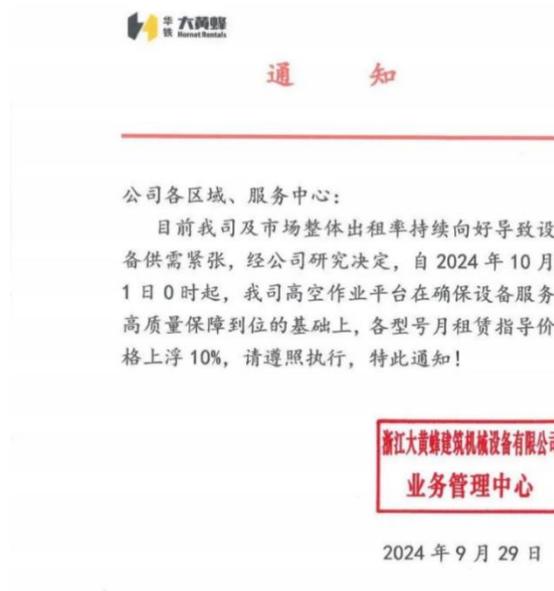


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 市场回暖高空作业平台租金有望迎来提价

租赁商选择提价，看好高空车行业回暖。根据华铁大黄蜂公众号，华铁大黄蜂及高空作业平台市场整体出租率持续向好，导致设备供需紧张，为继续为市场提供高质量的产品及服务，并确保公司运营的可持续性，华铁大黄蜂对价格进行了一定调整。2024年9月29日，浙江大黄蜂建筑机械设备有限公司业务管理中心向公司各区域、服务中心发布消息：自2024年10月1日0时起，公司高空作业平台在确保设备服务高质量保障到位的基础上，各型号月租赁指导价格将上浮10%。

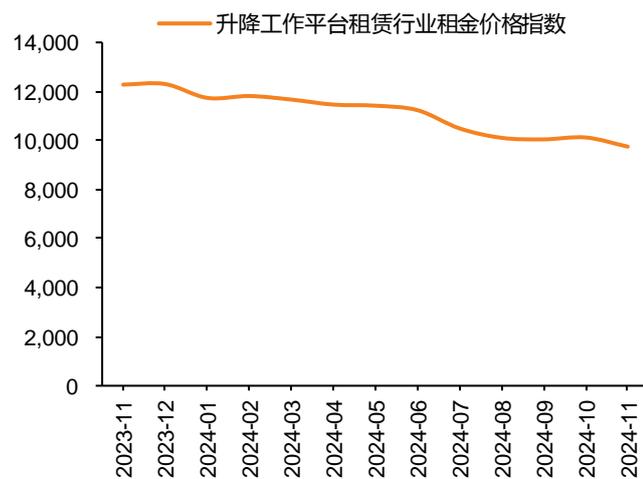
图 37：华铁大黄蜂涨价通知



资料来源：华铁大黄蜂公众号，天风证券研究所

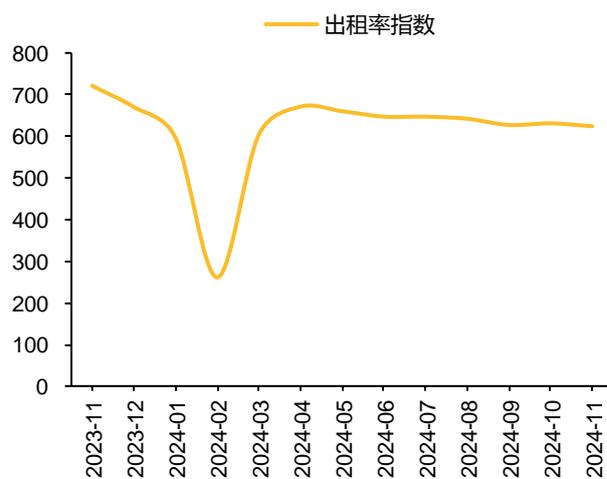
头部厂商宣布涨价后 2024 年 10 月份升降工作平台租金价格小幅回升，看好 2025 年升降平台租金回升。根据中国工程机械工业协会公众号提供的数据，自高空车头部厂商宣布涨价之后，2024 年 10 月升降工作平台租金价格指数环比略涨 0.8%，各机型租金价值指数环比走势比较平稳，除 20~24m 租金价格指数环比下降 2.5%外，其他机型租金价格指数环比涨跌都在 1%左右。进入 11 月后，升降工作平台租金价格指数环比下降 3.7%，除 40m 以上机型环比降幅超过 8%外，其他各机型租金价值指数环比走势都比较平稳。租金价格指数来看，呈继续下降态势，2024 年 10 月份出租率环比小幅回升，11 月升降工作平台租金价格指数进一步下滑，同比下降 20.6%，所有机型租金价格指数同比出现普遍下滑，其中 8~12m 机型同比降幅最小为 14.4%，40m 以上机型同比降幅最大，达到 28.0%，我们判断主要系 11 月份之后进入施工淡季，考虑到 2025 年宽财政宽货币预期下我们看好高空车租金止跌企稳。

图 38：23M11-24M11 升降工作平台租赁行业租金价格指数



资料来源：中国工程机械工业协会公众号，天风证券研究所

图 39：23M11-24M11 升降工作平台租赁行业出租率指数



资料来源：中国工程机械工业协会公众号，天风证券研究所

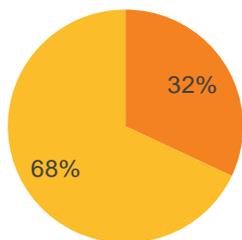
3.3. 国内设备运营服务集中度有望提升，高空作业平台租赁市场出清明显

中国设备租赁运营服务市场集中度有望持续提升。中国设备租赁运营服务市场大而分散，2022 年共有超过 15000 名市场参与者，根据弗若斯特沙利文报告指出，中国设备运营服务市场前三大参与者 2022 年营收占市场规模仅为 1.6%，多为资产规模小、客户资源有限、低毛利的小微企业，这些参与者无法提供多功能、全方位、全周期的设备运营服务，领先的设备运营服务商将占据更大的市场份额，市场有望进一步加固，集中度有望持续提升。

细分领域来看，建筑支护设备市场高度分散。建筑支护设备租赁市场商合计超过 10000 家，大多均为中小租赁商，主要提供单一品类的租赁服务，服务能力和资产规模受限。2022 年钢支护设备保有量为 3967.9 万吨，2022 年新型支护设备 CR3 为 7.9%，对比北美市场 CR3 为 32%，国内市场极度分散，龙头市占率仍有较大提升空间。我们认为中小服务商往往由于规模较小、资金不足、网点不足、缺乏实施经验等劣势极易被市场淘汰加之互联网信息技术的普及、市场竞争的加剧、市场规范度的提升等因素作用下，未来龙头企业市占率有望进一步提升。

图 40：2022 年北美前三大租赁商市场占比

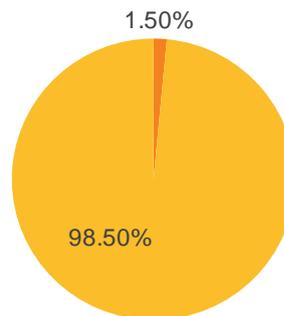
■北美前三大租赁商市场占比 ■其他租赁商



资料来源：海南华铁公告，Ashtead 22 年报、弗若斯特沙利文，天风证券研究所

图 41：2022 年中国前三大租赁商市场占比

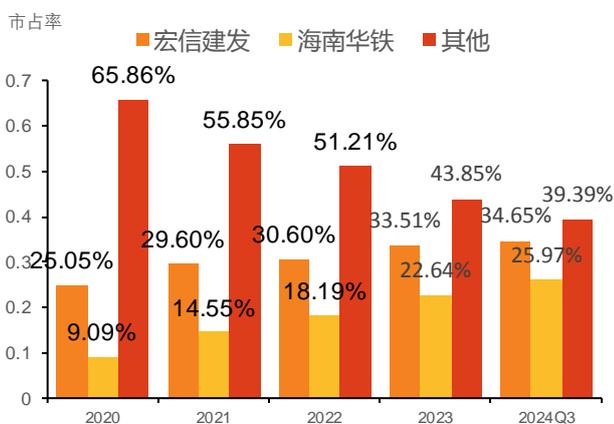
■中国前三大租赁商占比 ■其他租赁商



资料来源：海南华铁公告，Ashtead 22 年报、弗若斯特沙利文，天风证券研究所

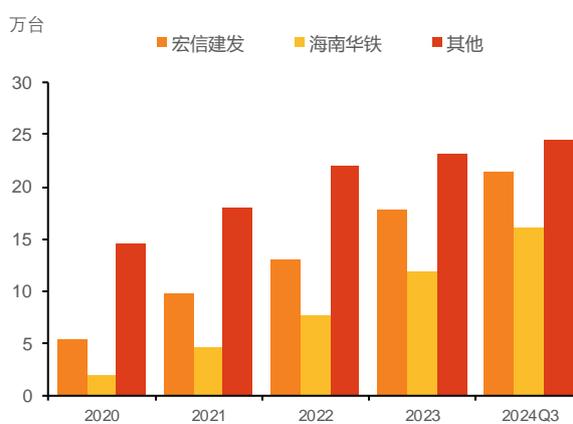
高空作业平台租赁市场出清明显，龙头市占率持续提升。租赁商设备保有量不断增加，国内设备保有量从 2020 年的 26.8 万台增长至 2023 年的 53 万台，预计 2024 年保有量将达 65 万台，设备保有量增长主要来源于设备运营商。高空作业平台租赁市场竞争格局分化明显，CR2 市占率不断提升，由 2020 年 34%的市占率提升至 24Q3 的 61%。竞争格局明朗，缺乏资金及运营能力较差的小租赁商市场份额将进一步缩小并最终退出市场。龙头公司凭借自身资金实力以及轻资产运营模式，设备保有量有望继续增长，市场集中度有望进一步提升，呈现龙头强者恒强的局面。

图 42：2020-2024Q3 宏信建发/海南华铁/其他厂商设备市占率



资料来源：第一工程机械网，各公司公告，天风证券研究所

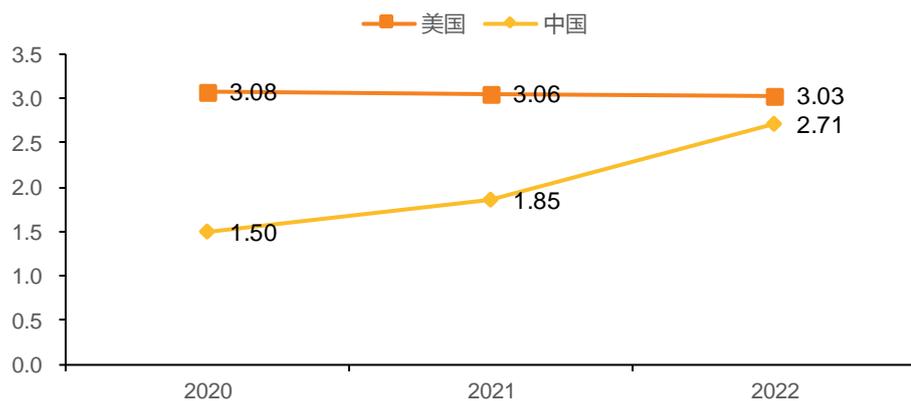
图 43：2020-2024Q3 宏信建发/海南华铁/其他厂商设备保有量



资料来源：第一工程机械网，各公司公告，天风证券研究所

我们判断国内高空作业平台保有量短期保有量增速或将逐步放缓，市场格局基本稳固。1) 高空作业平台租金及出租率承压，目前国内高空作业平台租金处于较低水平，出租率指数同比下滑，资金回笼风险积聚，已从卷规模过渡至卷价格阶段，中小租赁商在竞争中不具备价格掌控力和规模优势，很多中小租赁商纷纷陷入困境，购车意愿较弱；2) 中小厂商在寡头竞争中不具优势，中小型租赁商在资金、技术、品牌等方面往往处于劣势地位，难以与大型租赁公司抗衡，面临价格战、客户流失和利润下滑等问题，对于部分负债率较高的租赁商来说，甚至将淘汰下场；3) 从产品渗透率的角度来看未来国内高空作业平台规模增长空间已较小，2022 年中国高空作业平台产品渗透率（设备台数与 GDP 之比）约 2.7 台/亿美元，虽低于美国渗透率 3 台/亿美元，但长期来看高空作业平台产品渗透率增长空间已较小。

图 44：2020-2022 年中美高空作业平台渗透率对比



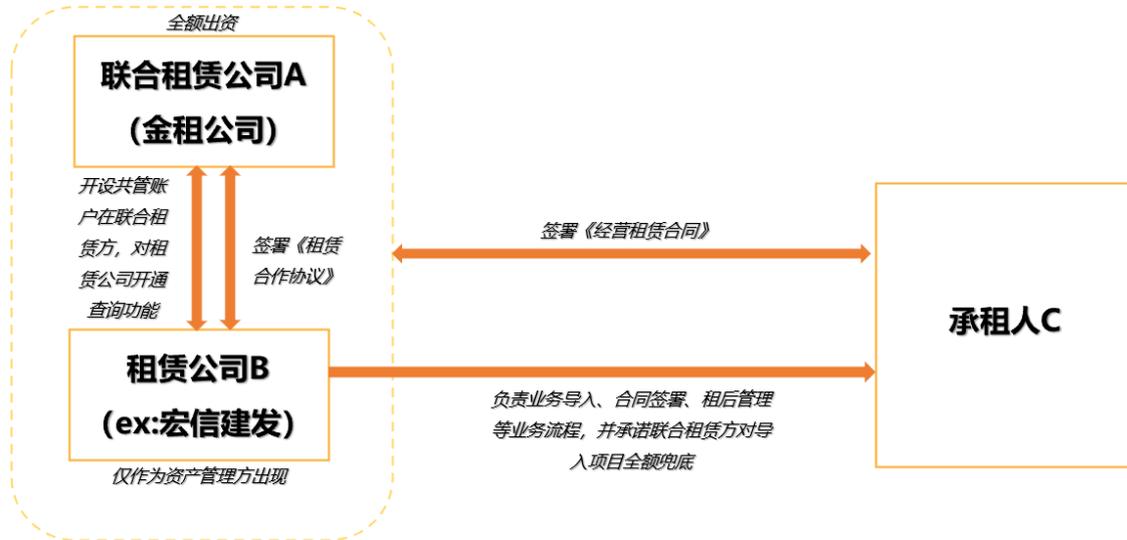
资料来源：Wind，IPAF，公司公告，宏信建发招股说明书，华经产业研究院，天风证券研究所

注：渗透率=设备台数与 GDP 之比

4. 看点三：轻资产运营模式顺利推行，公司管理设备快速增长

轻资产模式通过引入外部资金方或资产闲置方，能够有效解决设备租赁行业依赖大量资产投入的天然劣势。宏信建发通过与金租公司合作，转租金租购买的设备，再与下游客户签订租赁合同，同时向设备提供商支付月租金。海南华铁的轻资产模式包括合资公司和转租模式两种主要方式。合资子公司模式下，海南华铁先后与浙江东阳城投、江西贵溪国资成立合资公司，由合资公司出资购买设备再交给海南华铁负责运营；转租模式，华铁与徐工广联、苏银金租、海蓝控股等开展转租合作。

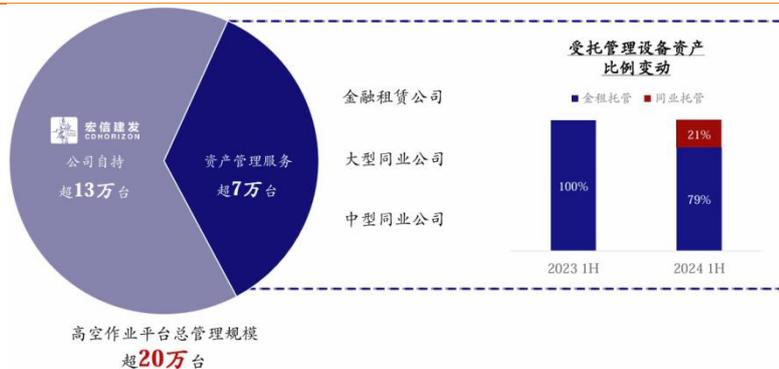
图 45：宏信建发轻资产运营模式——转租



资料来源：晶茂融资租赁有限公司公众号，广东融资租赁研究院公众号，天风证券研究所

高空作业平台属于优质的租赁资产标的。高空作业平台属于金租公司可选的优质资产，1) 通用性，平台委托模式往往要求设备的通用性，高空作业车恰具有应用场景广泛等标准化特征；2) 租赁公司（宏信建发等设备运营公司）掌握资产的经营能力，在平台委托模式中，宏信建发运营管理能力已达行业世界领先水平，通过系统迭代及算法优化，具备较强的落地执行能力；3) 需求广阔，高空作业平台卡位产业升级窗口，应用场景丰富，属于优质的租赁标的。据公开信息披露，宏信建发已经先后于2021年9月、2023年3月与招银租赁、华夏金租达成战略合作伙伴关系。同时今年以来中小租赁商经营困难，宏信受托管理了部分同业公司设备，截至24H1公司已有超7万台设备来自金租公司以及大、中型同业公司，金租托管占比79%、同业托管占比21%。

图 46：公司受托管理设备资产结构



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 47：宏信建发与招银租赁成为战略合作伙伴



资料来源：宏信建发公众号，天风证券研究所

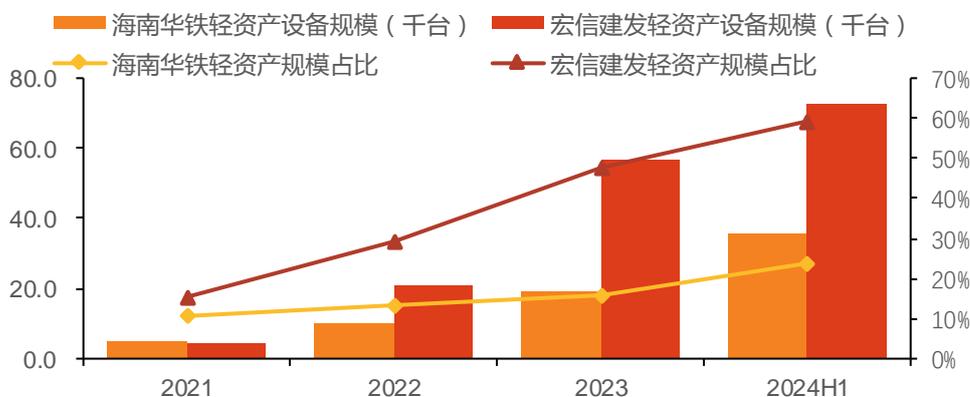
图 48：宏信建发与华夏金租成为战略合作伙伴



资料来源：宏信建发公众号，天风证券研究所

宏信建发轻资产模式拓展顺利，助力公司设备管理规模增长。2021-2024H1，宏信建发轻资产模式下管理的高空作业平台数量保持高速增长，由2021年的4600台增长至24H1的7.26万台，高空作业平台轻资产管理模式下的占比由4.75%提升至35.47%，可比公司海南华铁的轻资产管理模式设备的增速略慢于宏信建发，海南华铁24H1轻资产管理模式下设备管理规模占比23.79%。我们认为宏信建发轻资产运营模式拓展较快主要由三方面原因，一是规模优势，由于宏信建发自身的设备保有量全国领先，管理经验丰富，设备供应商更倾向于选择宏信建发进行合作；二是由于宏信建发背靠大股东远东宏信，公司资信水平较好，2024年上半年中诚信授予公司“AAA”主体信用评级；三是宏信建发的回款管理能力突出，应收账款周转较快。

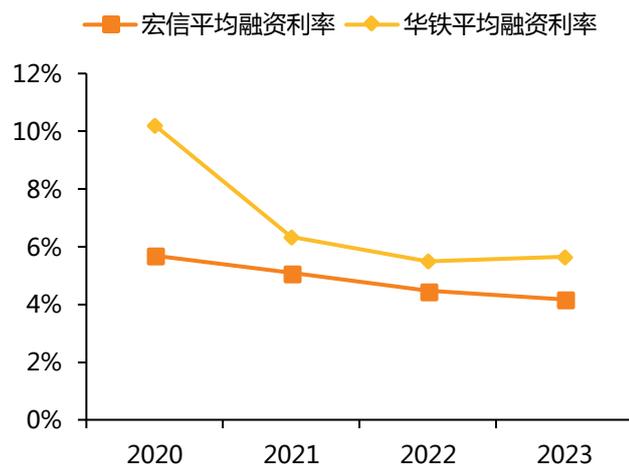
图 49：2021-2024H1 宏信建发与海南华铁轻资产设备管理规模对比



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

宏信建发融资成本优势明显，或将有助于轻资产规模进一步推进。我们以平均融资利率来衡量宏信建发与海南华铁的融资成本，宏信建发融资利率保持稳定相比海南华铁略有优势，自2021年以来呈现下降趋势，24H1宏信建发平均融资利率为3.99%，同比下滑0.28pct，融资成本不仅反映了公司资金成本，进一步也反映出资信水平和企业举债的难易程度，我们认为宏信建发在资信水平上的优势或将助力轻资产模式进一步推行。从总资产负债率情况来看，海南华铁资产负债率自2020年开始持续上升，公司拟通过非公开发行10亿公司债券，我们认为后续海南华铁的资产负债率或将继续提升，对比宏信建发的资产负债率上市成功之后出现下滑，24H1宏信和华铁资产负债率为70%左右，考虑到公司目前轻资产模式推进顺利，我们认为宏信建发的资产负债率有望保持平稳。

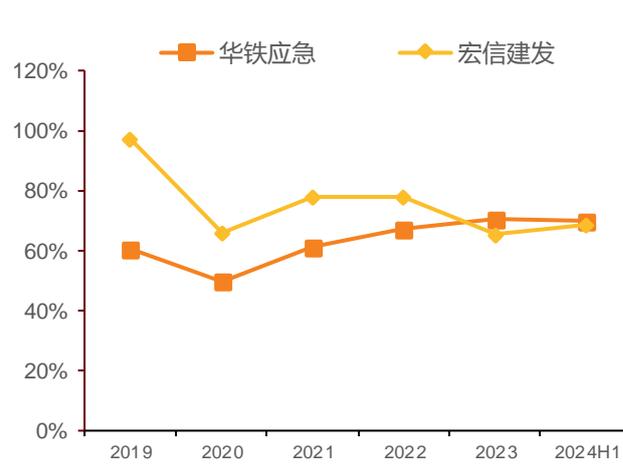
图 50：2020-2023 年宏信建发/海南华铁平均融资利率对比



资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

注：平均融资利率=期内利息支出/相应平均余额，A 股/H 股财务信息披露差异，宏信建发按利息支出/带息债务平均余额计算，海南华铁按利息费用/有息负债平均余额计算，统计口径可能存在误差。

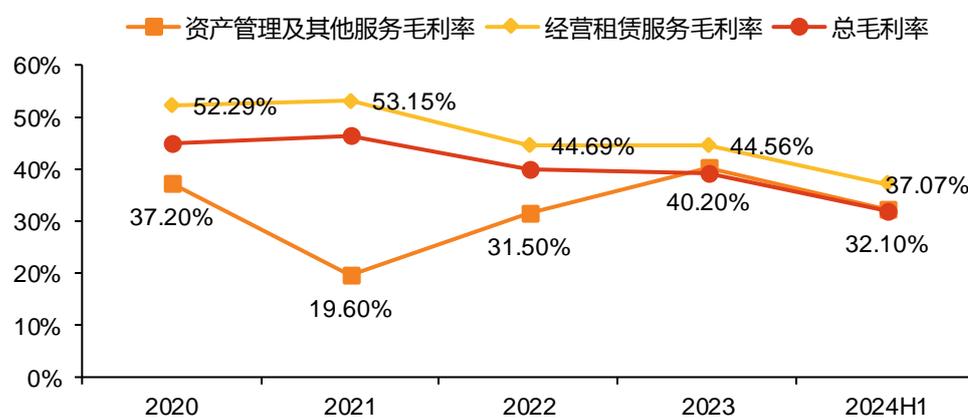
图 51：2019-2024H1 宏信建发、海南华铁资产负债率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

轻资产模式下资产管理业务毛利率低于自有设备租赁毛利率，随着公司轻资产业务持续推进，预计公司未来毛利率或将有所承压。资产管理及其他服务业务包含转租模式以及设备销售业务，我们认为，若根据 2023 年的数据分析，转租模式下业务毛利率低于自有设备租赁业务毛利率约 4.4pct，表示轻资产模式设备租赁厂商的设备回报率水平。我们认为，若未来公司采用轻资产模式扩大设备管理规模，毛利率或将持续承压，同时资产负债水平有望进一步改善。

图 52：转租模式毛利率整体低于自有设备租赁业务毛利



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 盈利预测

宏信建发 24H1 实现营收 48.7 亿元，同比增长 15.8%，净利润为 2.7 亿，同比增长 13.1%，上半年公司业绩受国内高空作业平台和盘扣脚手架租金有所承压影响，增速放缓。我们预计 2024-2025 年营收分别为 110.6/128.2/148.7 亿，分别同比增长+15%/+15.9%/+16%。

分业务来看，经营租赁业务上半年实现营收 18.96 亿，同比-24.3%，主要系高空作业平台及模架系统租金承压，预计 2024 年全年该业务同比下滑 5%，展望 25、26 年，财政刺激以及宽货币政策落地，有望缓解设备租金下降的趋势，预计经营租赁业务收入增速分别为 2%和 5%。资产管理及其他业务主要包含轻资产设备管理收入以及卖二手设备和材料的收入，考虑到轻资产管理模式的顺利拓展，24H1 高空作业平台轻资产管理设备量已超 7 万台，相较于海南华铁，宏信建发的资信优势或将与更多金租公司以及大中型同业企业合作开展轻资产模式来扩充设备管理规模，预计 24-26 年资产管理及其他服务增速分别为 50%/32%/28%。工程技术服务受益于数字化建设持续推进，有望保持平稳发展，预计 24-26 年收入增速分别为 32%/24%/20%。

毛利率预测，预计 24-26 年综合毛利率分别为 33.7%、33.8%、33.5%。经营租赁业务 24H1 的毛利率分别为毛利率 37.1%，同比-2.4%，考虑到 9 月份之后高空作业平台租金开始涨价，我们预计下半年整体毛利率或将有所回升，预计 24-26 年经营租赁业务的毛利率分别为 38%、39%、39%。24H1 工程技术服务业务毛利率为 27%，同比提升 6.3pct，主要系公司不断提升工程技术服务能力，向客户提供定制化施工解决方案以提升市场口碑和份额，平均利用率高于去年，预计 24-26 年工程技术服务毛利率有望维持在 27%左右。资产管理及其他业务毛利率 32.1%，同比-5.3pct，毛利率承压主要运营管理的资产市场租金水平波动所致，预计 24-26 年毛利率有望保持 36%左右。

图 53：公司业务拆分及预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,878	9,611	11,056	12,816	14,870
工程技术服务	2,137	2,965	3,913	4,852	5,823
资产管理及其他服务	551	1,507	2,260	2,983	3,819
经营租赁服务	5,190	5,139	4,882	4,980	5,229
YOY	28.28%	22.00%	15.04%	15.92%	16.03%
工程技术服务	40.63%	38.75%	32%	24%	20%
资产管理及其他服务	247.61%	173.42%	50%	32%	28%
经营租赁服务	16.28%	-0.98%	-5%	2%	5%
综合毛利率	39.77%	39.14%	33.73%	33.80%	33.53%
工程技术服务	29.97%	29.20%	27.10%	27.10%	27.00%
资产管理及其他服务	31.47%	40.18%	36.00%	36.00%	36.00%
经营租赁服务	44.69%	44.56%	38.00%	39.00%	39.00%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

费用率预测，随着公司推进降本增效、成本管控、数字化赋能运营效率提升，以及营收快速增长带来的规模效应，我们预计公司整体费用率水平有望呈下降趋势。我们预测 24-26 年公司的销售费用率分别为 5.35%/5.35%/5.3%。管理费用率(不含研发)持续下滑，随着数字化建设赋能管理效率提升及运营成本下将，我们预计 24-24 年管理费用率分别为 9.3%/9.55%/9.4%。研发开支主要应用于工程服务技术升级、数字化及物联网方向，我们预计 24-26 年研发开支占收入的比例预计为 3.2%-3.3%。

图 54：宏信建发费用率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用（亿）	341	516.06	591.48	685.64	788.14
营收占比	4.33%	5.37%	5.35%	5.35%	5.30%
管理费用（不含研发，亿）	864	1077.35	1028.17	1223.90	1397.83
营收占比	10.96%	11.21%	9.30%	9.55%	9.40%
研发费用（亿）	270.61	328.20	353.78	422.92	490.73
营收占比	3.44%	3.41%	3.20%	3.30%	3.30%

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据以上预测，我们认为宏信建发 24-26 年归母净利润为 9/10.4/12.2 亿元，增速分别为 -6.3%/+15.7%/+16.5%，对应 EPS 分别为 0.28/0.33/0.38 元。我们选取设备运营服务公司建设机械（工程机械租赁）、海南华铁（国内第二大高空作业平台租赁商）、志特新材（建筑铝模系统综合服务提供商）为宏信建发的可比公司，截至 2025/2/21，2025 年可比公司（志特新材和海南华铁）平均 PE 为 21 倍，考虑到公司作为国内高空作业平台租赁龙头企业，轻资产模式下管理资产规模持续扩张，港股估值有一定折价以及公司未在港股通流动性或存在一定风险，我们认可给予宏信建发 25 年 5 倍 PE，对应目标价为 1.75 港元，对应总市值为 55.8 亿港币，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿)	当前价 格(元)	EPS (元)				PE (倍)				PB
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
300986.SZ	志特新材	41.07	16.57	0.11	0.35	0.79	1.16	155.59	47.97	20.91	14.34	3.01
600984.SH	建设机械	41.48	3.30	0.03	(0.62)	(0.21)	0.04	118.71	(5.31)	(15.87)	81.28	0.89
603300.SH	海南华铁	196.89	9.98	0.43	0.37	0.46	0.57	23.27	26.88	21.71	17.39	3.25
	平均							99.19	23.18	8.92	37.67	
9930.HK	宏信建发	35.86	1.12	0.30	0.28	0.33	0.38	3.73	3.98	3.44	2.95	0.32

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截止于 2025/2/21，1 元=1.07 港币，除宏信建发外其余均为 Wind 一致预期

图 55：宏信建发利润表预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,878	9,611	11,056	12,816	14,870
YOY	28.28%	22.00%	15.04%	15.92%	16.03%
工程技术服务	2,137	2,965	3,913	4,852	5,823
yoy	40.63%	38.75%	32%	24%	20%
资产管理及其他服务	551	1,507	2,260	2,983	3,819
yoy	247.61%	173.42%	50%	32%	28%
经营租赁服务	5,190	5,139	4,882	4,980	5,229
yoy	16.28%	-0.98%	-5%	2%	5%
毛利润	3,133	3,761	3,901	4,331	4,986
综合毛利率	39.77%	39.14%	35.29%	33.80%	33.53%
其他收入及收益,净额	157.58	210.09	165.83	192.24	148.70
占收入比例	2.00%	2.19%	2%	2%	1%
销售费用	341	516.06	591.48	685.64	788.14
销售费用率	4.33%	5.37%	5.35%	5.35%	5.30%
管理费用	864	1077.35	1028.17	1223.90	1397.83
管理费用率	10.96%	11.21%	9.30%	9.55%	9.40%
其他支出-经营	-157.27	-33.93	-35	-25	-30
占收入比例	-2.00%	-0.35%	-0.32%	-0.20%	-0.20%
金融及合约资产减值亏损拨回/(减值亏损)	-110.114	-283.47	-220	-200	-189
占收入比例	-1.40%	-2.95%	-1.99%	-1.56%	-1.27%
财务费用	925	834.16	862.34	999.62	1115.29
财务费用率	11.74%	8.68%	7.8%	7.8%	7.5%
除税前溢利	893.80	1,226.24	1,158.24	1,389.25	1,614.64
所得税	227.242	264.12	211.52	260.85	303.93
有效所得税税率	25.42%	21.53%	19.00%	20.00%	20.00%
净利润	666.56	962.41	901.72	1,043.40	1,215.71
yoy	-6.07%	44.38%	-6.31%	15.71%	16.51%
归母净利润	666.56	962.41	901.72	1,043.40	1,215.71
yoy	-6.07%	44.38%	-6.31%	15.71%	16.51%
归母净利率	6.65%	8.14%	8.16%	8.14%	8.18%
EPS (元)			0.28	0.33	0.38

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

6. 风险提示

下游行业需求不及预期：公司目前正在大力拓展各类产品的应用场景，但目前整体业务与建筑业仍存在一定关联。建筑业中基础设施建设主要受国家及地区的经济政策等因素影响，房屋建筑主要受房地产政策、消费者需求及自身周期性等因素影响，同时二者均受制于宏观经济的影响。若宏观经济放缓，容易引发社会固定资产投资放缓或投资重点的变动，对建筑业细分领域的经营状况产生影响，进而造成工程设备租赁行业业绩波动。

市场竞争加剧导致毛利率降低：公司目前经营范围主要是在设备租赁行业，该行业目前属于完全性竞争行业，市场准入门槛较低，而且行业内主要以中小企业为主，市场集中度较低。此外，目前行业整体盈利能力能够维持较高水平，导致该行业具备较高的吸引力。若未来市场竞争可能会加剧，导致租金下降，企业毛利率降低。

轻资产模式推进不及预期：公司未来将加大对轻资产运营模式的探索，由合作方购买设备，公司开展后续设备维护运营的经营模式将是公司未来的重要战略走向。持续扩大的管理设备规模无疑会对公司的管理效率产生更高的要求。虽然公司自成立以来一直致力于建筑设备租赁行业的经营，经过多年的发展，公司在支护设备规模、业务网络布局、客户资源及技术等方面已有较为深厚的积累。若公司的管理水平不能匹配公司发展的需求，资产管理能力不能得到相应提升，将限制公司的发展速度。

宏观经济波动风险：若基建投资超预期下行，则宏观经济压力或进一步提升，同时地方债务压力目前仍较大，可能会影响基建实物量落地，导致公司下游业务受阻。

业务开拓难度上升风险：高空作业平台上游厂商仍在积极扩产，若出现设备售价下降则可能会导致租赁市场竞争加剧，租金价格或受到影响，业务开拓难度加大。

跨市场选取可比公司进行估值具有一定的差异：公司属于港股上市公司，可比公司海南华铁属于 A 股上市公司，不同市场估值具备一定的差异。

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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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