

机械设备

2025年03月26日

浙江鼎力 (603338)

——国内高机出海先锋，不惧挑战持续突围

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

- 浙江鼎力：全球高空作业平台行业领导者。**公司成立于2005年，深耕行业20年，主营高空作业平台产品，涵盖臂式、剪叉式、桅柱式及差异化产品。根据 Access International 数据，2023年公司在全球高空作业平台制造商中排名第五。受益于国内需求增长及公司海外布局推进，2014-2023年公司营收由3.74亿元增长至63.12亿元，CAGR达36.87%；归母净利润从0.92亿元增长至18.67亿元，CAGR达39.73%。2024年前三季度，公司实现收入61.34亿元，同比增长29.35%，归母净利润14.60亿元，同比增长12.91%。
- 全球市场千亿规模，看好欧美市场更新需求及国内结构改善。**根据 Access International 数据，2023年全球高空作业平台市场规模为172.35亿美元，在全球前十名高空作业平台制造商中有五家中国厂商，合计市占率达到27.9%。全球高空作业平台租赁市场存在区域分化。根据 IPAF 数据，2023年全球高空作业平台租赁市场保有量约223万台，北美洲保有量约94.89万台，占比42.57%，亚太地区保有量约72.5万台，占比32.52%，EAME地区保有量47.54万台，占比21.33%，拉丁美洲保有量7.98万台，占比3.58%。欧美等发达国家以存量更新需求为主，整体增速平稳；国内高空作业平台市场竞争激烈，短期存在波动，看好长期结构性改善；新兴国家仍处于成长阶段，市场规模较小但发展潜力大，以新增需求为主，增速较快。
- 电动化、臂式引领，全球化战略稳步推进。**公司优势主要体现在：1) 研发实力强劲，通过产品的模块化设计提高通用性，降低配件采购及仓储成本；2) 在生产端，“未来工厂”能够实现每7分钟下线一台剪叉式产品，每30分钟下线一台臂式产品，自动化、智能化程度领先；3) 电动化：根据公告，2023年公司在继续保持剪叉和桅柱产品近100%电动化率的基础上，臂式电动化率达到73.36%；4) 臂式：公司是全球首家实现高米数、大载重、模块化电动臂式产品的制造商，2023年实现臂式产品销量5492台，同增56.4%；臂式收入24.46亿元，同增68.24%，占总收入比重达41.04%，同比+13.23pcts；5) 全球化：通过并购海外品牌，积极布局全球化的销售渠道及技术研发中心。在欧美的“双反”调查中，相比其他被征收高税率的国产企业，公司税率更低，应对能力更强，有望在欧美市场进一步提升市场份额。
- 首次覆盖，给予“买入”评级。**预计2024-2026年公司归母净利润为19.55/25.80/31.84亿元，公司当前股价(2025/3/25)对应24-26年PE分别16/12/10X，可比公司PE均值分别21/16/12X。考虑到公司是国内领先的高空作业平台企业，产品种类齐全，海外市场空间广阔。我们看好北美市场的稳健增长及新兴市场高速增长，公司业绩有望保持快速增长，给予“买入”评级。
- 风险提示：**“双反”调查风险；国际贸易风险；行业竞争加剧风险；客户集中度提升风险。

市场数据： 2025年03月25日

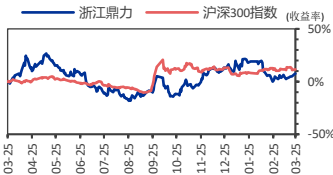
收盘价(元)	60.66
一年内最高/最低(元)	74.45/44.71
市净率	3.1
息率(分红/股价)	1.65
流通A股市值(百万元)	30,715
上证指数/深证成指	3,369.98/10,649.08

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024年09月30日

每股净资产(元)	19.46
资产负债率%	35.52
总股本/流通A股(百万)	506/506
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王珂 A0230521120002
wangke@swsresearch.com
李蕾 A0230519080008
lilei@swsresearch.com
刘建伟 A0230521100003
liujw@swsresearch.com

研究支持

苏萌 A0230524080011
sumeng@swsresearch.com

联系人

苏萌
(8621)23297818x
sumeng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6,312	6,134	7,804	9,480	11,480
同比增长率(%)	15.9	29.4	23.6	21.5	21.1
归母净利润(百万元)	1,867	1,460	1,955	2,580	3,184
同比增长率(%)	48.5	12.9	4.7	32.0	23.4
每股收益(元/股)	3.69	2.88	3.86	5.10	6.29
毛利率(%)					
ROE(%)	20.8	14.8	18.6	20.3	20.7
市盈率	16		16	12	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。预计 2024-2026 年公司归母净利润为 19.55/25.80/31.84 亿元，公司当前股价（2025/3/25）对应 24-26 年 PE 分别 16/12/10X，可比公司 PE 均值分别 21/16/12X。考虑到公司是国内领先的高空作业平台企业，产品种类齐全，海外市场空间广阔。我们看好北美市场的稳健增长及新兴市场高速增长，公司业绩有望保持快速增长，给予“买入”评级。

关键假设点

臂式产品：2024 年，公司五期 4000 台臂式项目开始试生产，随着产能逐渐释放，臂式产品销量将快速增长；同时，经过前期的渠道建设和产品导入，公司臂式产品 2024 年开始在美国市场放量，海外产品单价及毛利率更高，将带动公司臂式收入体量显著提高及盈利能力改善。我们预计 2024-2026 年公司臂式产品收入分别 35.70/48.30/63.23 亿元，对应同比增速分别 45.9%/35.3%/30.9%，毛利率分别 33%/35%/37%。

剪叉式产品：剪叉式产品已经较为成熟且技术壁垒较低，国内市场竞争较为激烈，海外市场需求相对稳健。未来公司剪叉式产品将从国内市场销售持续向海外市场转移，剪叉式产品收入将在现有基础上实现稳定增长，盈利能力预计保持稳定。我们预计 2024-2026 年公司剪叉式产品收入分别 32.82/35.88/39.66 亿元，对应同比增速分别 9.0%/9.3%/10.5%，毛利率保持在 40.3%左右水平。

桅柱式产品：需求较为稳定，我们预计公司桅柱式产品销售将保持稳健增长，2024-2026 年收入同比增速分别 5%/5%/5%，毛利率也维持在当前 43.5%水平。

有别于大众的认识

市场认为欧洲市场需求较弱，公司对欧洲出货可能出现下滑。我们认为欧洲市场需求增速的确偏缓，但是欧洲作为成熟市场，高机设备保有量较高，且平均服役年限较长，基本达到更替临界点，每年存在稳定的存量更新需求。同时，在当前欧洲“双反”税率裁定下，鼎力有望凭借相比国内厂商更低的税率，实现欧洲市场份额的提升，我们看好公司在欧洲市场的出货增长。

市场认为美国关税仍有进一步上调预期，担忧公司出口业务盈利能力下滑。我们认为，一方面，第一次反倾销复审后公司反倾销税率较之前下降 19.15pcts，可以抵消一部分关税上涨影响；另一方面，公司当前美国市场毛利率仍处于较高水平，如果后续关税上涨到 60%较高水平，公司也有能力通过产品提价、供应链降本及内部降本增效等方式，与下游客户、供应商共同分担关税影响。

股价表现的催化剂

国内 PMI 景气复苏，设备需求回升；海外需求景气，欧美及新兴市场订单高增。

核心假设风险

“双反”调查风险；国际贸易风险；行业竞争加剧风险；客户集中度提升风险。

目录

1. 浙江鼎力：全球高空作业平台行业领导者.....	6
1.1 二十年沉淀积累，成就全球高空作业平台行业领导者.....	6
1.2 营收规模及净利润稳健增长，产品结构持续优化.....	8
2. 全球市场千亿规模，看好欧美更新需求及国内结构改善...10	
2.1 高空作业平台具备经济、高效、安全特性，逐渐替代传统登高设备	10
2.2 五家国产厂商位列全球前十，浙江鼎力盈利能力领先同行	12
2.3 欧美市场更新需求为主，看好国内市场长期结构性改善	14
2.4 全球电动化趋势明确，国内臂式占比仍有待提高.....	17
3. 电动化、臂式引领，全球化战略稳步推进.....	18
3.1 模块化设计驱动降本，未来工厂赋能生产自动化.....	18
3.2 电动化率持续提升，臂式产品推广顺利	21
3.3 全球化销售&技术布局，海外收入体量持续扩张.....	23
4. 盈利预测与估值.....	26
4.1 盈利预测	26
4.2 相对估值	27
5. 风险提示	29

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权结构稳定且集中（截至 2024Q3）	6
图 3：2014-2023 年营业收入 CAGR 为 36.87%.....	8
图 4：2014-2023 年归母净利润 CAGR 为 39.73%	8
图 5：公司臂式产品收入占比不断提升	8
图 6：2023 年剪叉和臂式产品贡献公司主要营收.....	8
图 7：近年来公司各业务毛利率	9
图 8：公司盈利能力逐步回升	9
图 9：公司期间费用率管控较好	9
图 10：公司经营性现金流明显改善	10
图 11：高空作业平台分类.....	10
图 12：高空作业平台产业链	11
图 13：传统高空设备事故高发.....	12
图 14：2023 年全球前 40 家高空作业平台竞争格局	13
图 15：鼎力与可比公司高空作业平台收入规模对比	13
图 16：鼎力与可比公司高空作业平台毛利率对比	13
图 17：全球高空作业平台租赁设备市场保有量情况	14
图 18：2023 年全球高空作业平台租赁市场设备保有量地区结构.....	14
图 19：2016-2024F 美国高空作业平台租赁市场保有量及增速	14
图 20：2016-2025F 美国高空作业平台租赁市场收入及增速	14
图 21：2016-2024F 欧洲高空作业平台租赁市场保有量及增速	15
图 22：2016-2025F 欧洲高空作业平台租赁市场收入及增速	15
图 23：联合租赁营业收入（百万美元）	15
图 24：联合租赁资本开支（百万美元）	15
图 25：欧美地区高空作业平台设备平均服役年限（年）	16
图 26：2021-2024F 中国高空作业平台租赁市场保有量及增速	16
图 27：2021-2025F 中国高空作业平台租赁市场收入及增速	16
图 28：中国高空作业平台国内销量（万台）	17
图：新兴市场地区高空作业平台租赁市场保有量较低（万台）	

图 30: 2022 年欧美租赁市场电动设备保有量占比	18
图 31: 我国臂式产品占比相比欧美仍有提升空间	18
图 32: 公司研发投入逐年增加	19
图 33: 鼎力 1500kg 大吸力纯电动玻璃吸盘车	19
图 34: 公司全系列臂式产品均适用于标准集装箱运	19
图 35: 公司臂式产品采用模块化设计	20
图 36: 公司剪叉式产品采用模块化设计	20
图 37: 鼎力“未来工厂”智能制造图	21
图 38: 公司产品电动化比例持续提升	21
图 39: 公司臂式产品销量保持快速增长	22
图 40: 臂式产品销量增长带动收入增长	22
图 41: 公司臂式产品均价更高且持续提升	22
图 42: 2020 年以来公司臂式产品毛利率逐渐改善	22
图 43: 公司全球化布局	23
图 44: CMEC 收入体量呈扩张态势 (百万元)	24
图 45: CMEC 盈利能力逐渐改善(百万元)	24
图 46: 公司海外收入占比回升	24
图 47: 近年来公司海外毛利率高于国内	24
图 48: 当前浙江鼎力 PE (TTM) 处于历史低位	28
表 1: 公司产品矩阵	7
表 2: 传统脚手架与高空作业平台经济性对比	11
表 3: 2023 年全球高空作业平台制造商营收排名	12
表 4: 欧盟委员会“双反”税率裁定情况	25
表 5: 美国商务部双反税率裁定情况	25
表 6: 浙江鼎力主营收入拆分	26
表 7: 可比公司估值表	28

1. 浙江鼎力：全球高空作业平台行业领导者

1.1 二十年沉淀积累，成就全球高空作业平台行业领导者

深耕高机行业二十载，积极推进产能扩张及全球化布局。浙江鼎力成立于 2005 年，通过持续产能扩张和全球化布局逐渐成长为全球智能高空作业平台领先制造商：自 2007 年一期工厂投产开始，公司不断扩大规模，先后在 2011、2015、2020 年实现了二、三、四期工厂投产，五期 4000 台大型智能高位高空平台项目于 2024 年开始试生产，设计产值达 38 亿；公司 2024 年公告拟投资新建 2 万台新能源高空作业平台项目，稳步扩大产能。在全球化方向，公司在 2016 年开启海外并购战略，先后收购意大利 Magni 公司、美国 CMEC 公司和德国 TEUPEN 公司，积极拓宽销售网络、进军全球市场。根据 Access International 数据，2023 年公司在全球高空作业平台制造商中排名第五。

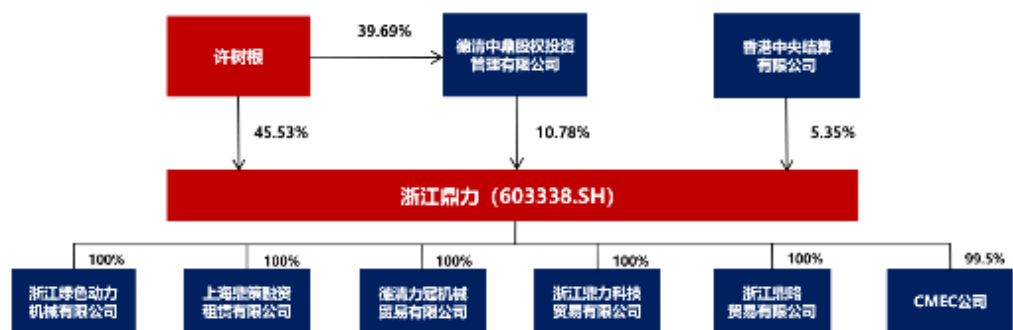
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

股权结构稳定且集中，实控人合计持股 49.81%。截至 2024Q3，公司第一大股东、实际控制人系公司董事长许树根，直接控股 45.53%，另外通过德清中鼎股权投资管理有限公司间接持股 4.28%，合计持有公司股份 49.81%。公司下设浙江绿色动力、上海鼎策、德清力冠等全资子公司，负责相关制造、融资租赁及贸易类业务，同时公司持有 CMEC 公司 99.5%股权，积极布局全球市场。

图 2：公司股权结构稳定且集中（截至 2024Q3）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司高空作业平台产品种类齐全，下游应用领域广泛。公司自主研发出业内最多的 200 余款高空作业平台，涵盖臂式、剪叉式、桅柱式三大系列以及差异化产品，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。

臂式系列：包含直臂式和曲臂式两类，通过直臂式的臂段伸缩或曲臂式折叠臂段的展开折叠进行起升降落。提供电动、混动、柴动三种动力源选择，最大工作高度达 44 米，最大荷载 454kg，具有节能环保、无噪音、安全实用、动力强、维保便捷、易运输、长续航、经济等多重优势。

剪叉式系列：起升结构采用交叉的叉臂构成多层平行四边形结构，通过四边形结构的折叠和展开实现升降。最大工作高度达 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，起升结构采用铝合金型材构成逐级递升的桅柱结构，通过伸展和收缩实现升降。

差异化产品：公司产品创新力强，拥有众多高品质、差异化产品，包括电动越野剪叉、玻璃吸盘车、轨道高空车等，应用于国家电网、核电站、高铁、机场、隧道等特殊工况。

表 1：公司产品矩阵

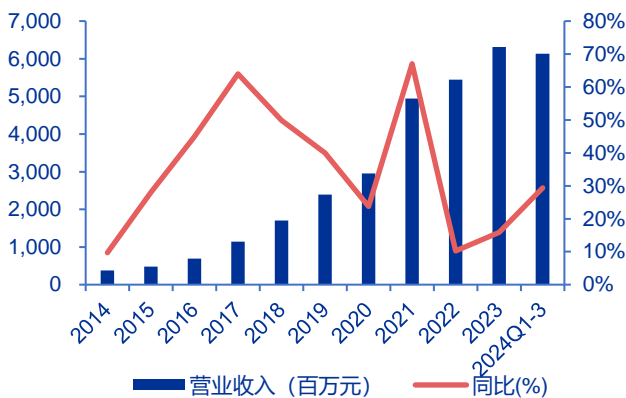
产品系列	驱动类型	产品类型	最大载重	应用领域
臂式高空作业平台 工作高度：16m - 44m 	电动	直臂式、曲臂式	454kg	电动臂式系列产品具有节能环保安全、无噪音、动力强、维保便捷、长续航等优势，适用于有严格环保排放要求的领域，如国家电网、石油石化、高铁、机场、隧道、居民小区等
	柴动	直臂式、曲臂式		
	混动	直臂式、曲臂式		
剪叉式高空作业平台 工作高度：6m - 32m 	电动	大型剪叉式、小型剪叉式、迷你剪叉式	1000kg	电动剪叉系列产品使用高效，安全性、稳定性、耐用性俱佳，环保程度更高，可用于高空消防安装、通风安装、厂房吊顶等场景
	柴动	大型剪叉式		
桅柱式高空作业平台 工作高度：7m - 14m 	电动	套筒式、桅柱式	300kg	以纯电驱动、结构轻巧、操作灵活、无噪音无污染，主要应用于仓储、超市、室内装饰及维修等领域
差异化系列产品 工作高度：5m - 16m 	电动	玻璃吸盘车、高空取料机、拣选机	1800kg	提供差异化产品以有效满足市场新需求
	柴动	玻璃吸盘车、轨道高空车、桥式平台		

资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2 营收规模及净利润稳健增长，产品结构持续优化

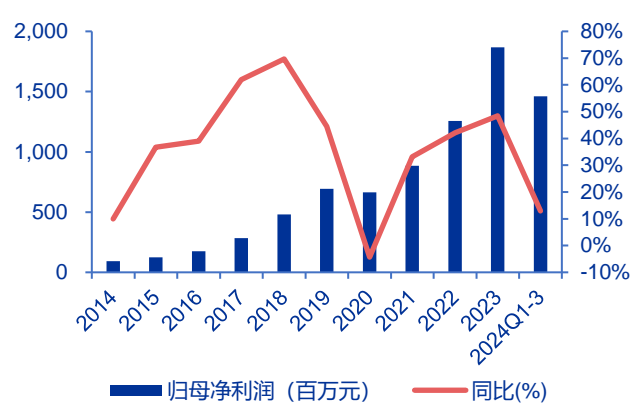
持续推动产能建设及国内外市场开拓，营收规模及净利润稳健增长。2014-2023 年，公司营收从 3.74 亿元稳健增长至 63.12 亿元，年均复合增长率达 36.87%；公司归母净利润同样保持快速增长趋势，从 2014 年的 0.92 亿元增长至 2023 年的 18.67 亿元，年均复合增长率达 39.73%。2024 年前三季度公司收入同比增长 29.35%，主要系 2024 年 4 月公司实现对美国 CEMC 公司 49.7% 股权的收购交割，持股比例上升至 99.5%，CEMC 公司于 2024 年 5 月起并表贡献收入增量；2024 年前三季度公司净利润同比增长 12.91%，保持增长态势。

图 3：2014-2023 年营业收入 CAGR 为 36.87%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：2014-2023 年归母净利润 CAGR 为 39.73%



资料来源：Wind，申万宏源研究

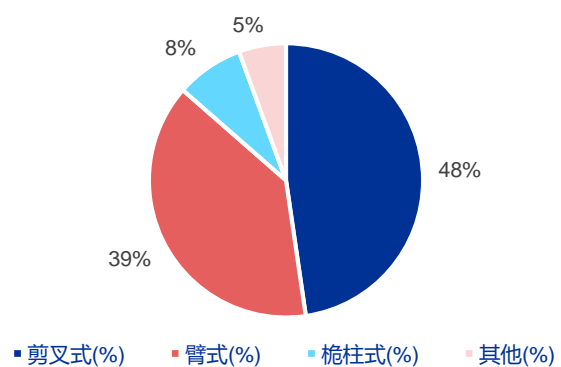
臂式产品收入占比不断提升，与剪叉式一同成为主力销售机型。2014-2020 年，剪叉式产品贡献公司主要营收，收入占比保持在 70% 左右。2020 年随着公司四期工厂投产，产能爬坡推动臂式产品放量，同时公司加大销售力度，海外市场臂式产品推广顺利，臂式产品收入占比明显提高，从 2020 年的 19% 提升至 2023 年的 39%，公司产品结构持续优化，臂式和剪叉式一同成为贡献公司主要收入的核心业务。

图 5：公司臂式产品收入占比不断提升

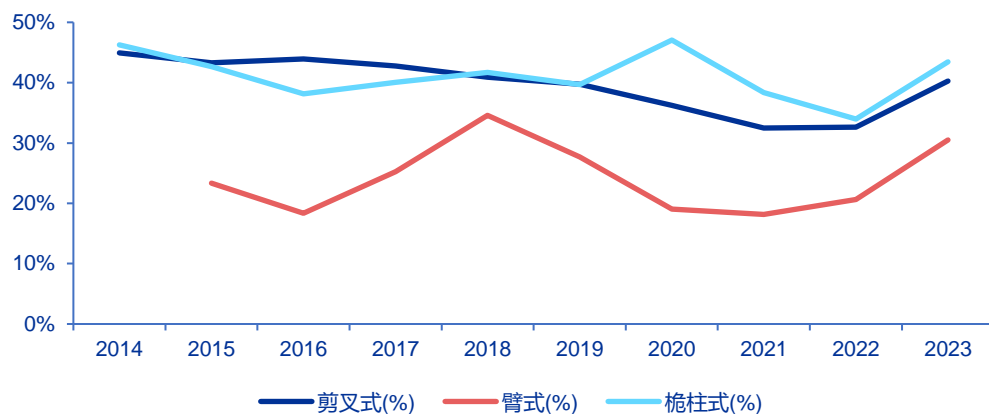


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：2023 年剪叉和臂式产品贡献公司主要营收

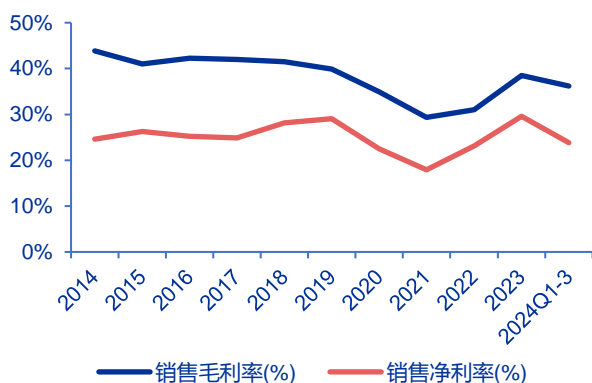


资料来源：Wind，申万宏源研究

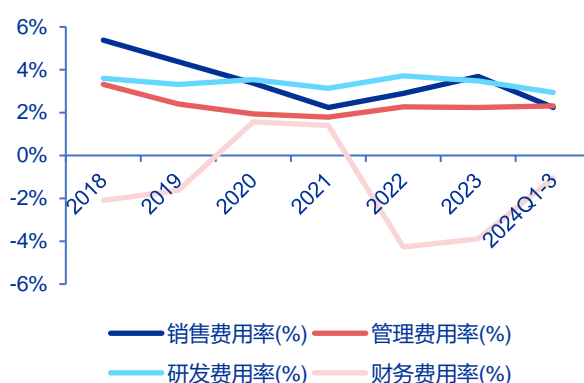
图 7：近年来公司各业务毛利率


资料来源：Wind，申万宏源研究

近年来毛利率逐步回升，短期汇兑损益波动影响盈利能力。2014-2019年，公司毛利率基本保持稳定，净利率呈现上升趋势；2019-2021年，受产品结构调整以及项目投产产能爬坡影响，公司毛利率和净利率出现下滑；2022-2023年，受益于公司自身生产效率提升、产品结构改善，以及原材料降价等因素，公司盈利能力逐步修复。2024年前三季度公司实现毛利率 36.16%，同比略降 1.51pcts，主要系海运费、汇率、CMEC 并表等因素影响；净利率 23.83%，同比下降 3.45pcts，主要受到财务费用波动影响。在费用管控方面，公司销售、管理及研发费用率整体态势稳中有降，财务费用率波动较大主要系北美业务汇兑损益影响。

图 8：公司盈利能力逐步回升


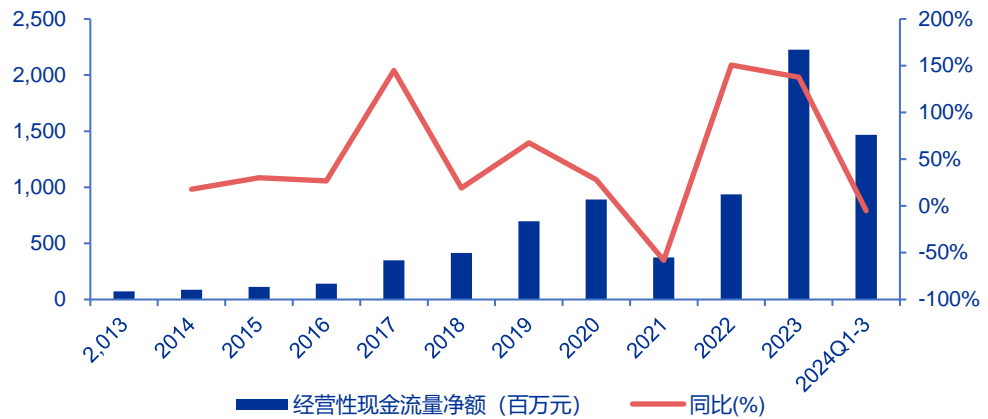
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：公司期间费用率管控较好


资料来源：Wind，申万宏源研究

2023 年公司经营现金流净改善明显。公司经营性现金流量净额整体呈上升趋势，仅 2021 年受购买原材料支付的款项增加较多影响出现下降。2023 年公司经营现金流改善明显，实现经营性净现金流 22.27 亿元，较 2022 年增加 12.91 亿元，同比增长 137.79%。

图 10: 公司经营性现金流明显改善



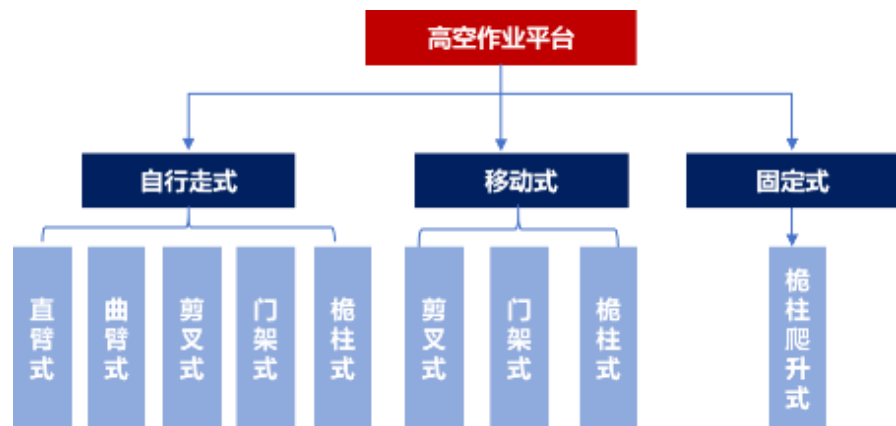
资料来源: Wind, 申万宏源研究

2. 全球市场千亿规模, 看好欧美更新需求及国内结构改善

2.1 高空作业平台具备经济、高效、安全特性, 逐渐替代传统登高设备

高空作业平台通过经济、高效和安全的优势实现对传统登高设备的替代。高空作业平台是用于辅助工人登高作业的可移动机械设备, 可以将作业人员、施物料、工具等举升到一定高度, 进行安装、施工、维修、维护、清洁等作业, 并为作业人员提供安全保障。作为新型、安全、高效的登高作业装备, 高空作业平台正在逐步替代落后的登高梯、脚手架、吊篮等传统高空作业设备, 其应用伴随着国家法律法规及施工单位对安全生产、文明施工要求的提高而不断延伸并发展。高空作业平台种类多样, 根据底盘行驶动力可以分为自行走式、移动式 and 固定式; 根据举升机械结构可分为直臂式、曲臂式、剪叉式、桅柱式、门架式和桅柱爬升式等类型。

图 11: 高空作业平台分类



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

高空作业平台上游主要是核心零部件，下游应用场景广泛。高空作业平台的制造租赁企业位于产业链中游，上游主要涉及发动机、驱动电机、电控系统、液压系统、电子元器件、机械加工件及其他专用配件的生产制造行业，竞争激烈。中游企业主要通过和经销商合作的方式将产品销售给设备租赁商，再由设备租赁商向下游客户出租。下游的应用领域包括市政建筑、船舶制造、飞机制造、仓储物流、钢结构安装及检修、建筑物装修及清洗、军事工程、机场及车站服务等。

高空作业平台直接客户以租赁商为主。对租赁商而言，高机不属于特种机械，不需要雇佣特殊人员操作，干租模式更为高效；对施工方而言，不同工况所需配备的高机型号不同，且短时高频，租赁比自购更具有经济性。随着行业内专业化分工愈发普遍，越来越多的设备用户青睐于委聘专业设备运营服务商提供相关服务，而不是自主采购设备，因此高机大多数以租赁商为直接客户。

图 12：高空作业平台产业链



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

高空作业平台具有更高的经济性和高效性。脚手架的初始成本较低，但高度的提升要求底部结构强度更高，并且要求在上端建造新的作业空间，导致材料成本不断上升。而高空作业平台只需要操作施工人员，无需人力搭建的要求和分离脚手架的环节，不受高度影响，更加节省时间和人力成本。并且施工时的灵活性能够明显提高工作效率，快速达到项目时间要求，节约运营成本。

表 2：传统脚手架与高空作业平台经济性对比

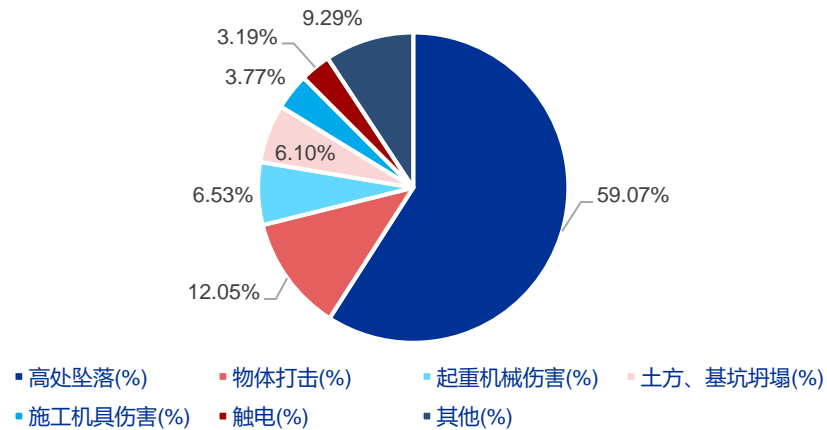
项目	高空作业平台	传统脚手架
设备需求量 (台/套)	5	60
工资 (元/月)	7000	7000
总工人数 (人)	5	10
工时 (月)	4	6
总工资费用 (万元)	14	42
设备租赁费 (元/月)	6500	90
总租赁费用 (万元)	13	3.24
工程总费用 (万元)	27	45.24

资料来源：观研天下，申万宏源研究

高空作业平台具有更高的安全性。高空作业平台有不同的型号可供选择，用于应对室内外空间和凹凸不平、爬坡等多种复杂环境，可以根据需求进行灵活移动，也不存在重心

偏移的问题，作业稳定性和安全性更高。根据建办质数据，传统高空设备事故高发，2020年高处坠落事故占全国房屋市政工程生产安全事故总数的59.07%。而《建筑业发展“十四五”规划》等一系列政策明确要求建筑行业大幅降低工程生产安全事故死亡人数，国内对安全生产的日益重视，未来对安全生产装备的投资将显著增加，推动具有更高安全性的高空作业平台普及。

图 13：传统高空设备事故高发



资料来源：住房和城乡建设部，申万宏源研究

2.2 五家国产厂商位列全球前十，浙江鼎力盈利能力领先同行

全球十强高空作业平台厂商中国占五家，合计市占率 27.9%。随着中国高空作业设备行业不断成熟，产品质量和性价比优势不断彰显，高空作业设备在国内实现进口替代并逐步走向全球。我们以2023年Access International的前40榜单营收之和作为市场规模，2023年全球高空作业平台市场规模为172.35亿美元（折合人民币约1215亿元）。在全球前十强高空作业平台制造商中有五家中国厂商，分别是徐工机械、浙江鼎力、中联重科、临工重机和星邦智能，五家公司合计市占率达到27.9%；其中，徐工机械为国内高空作业平台收入第一，2023年实现收入15.02亿美元。

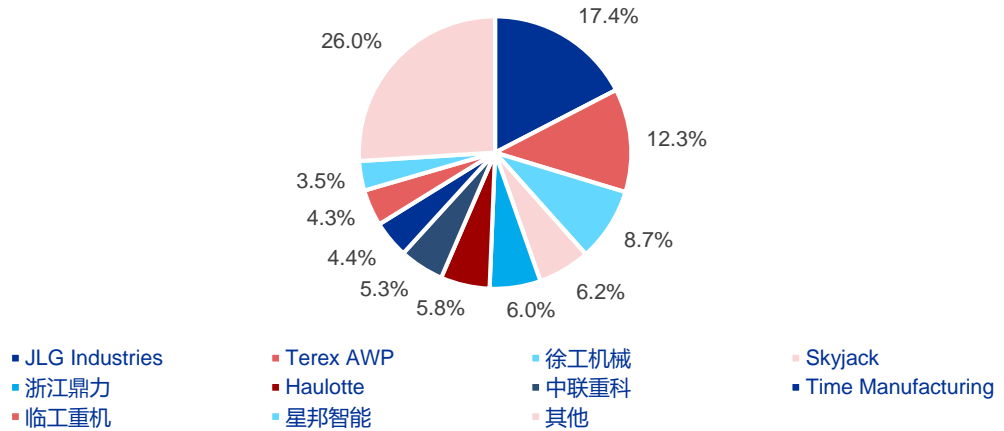
表 3：2023 年全球高空作业平台制造商营收排名

排名	制造商	所属国家	2023 年收入 (百万美元)	2023 年 市占率	2022 年收入 (百万美元)	2022 年 市占率	2022 年 排名
1	JLG Industries	美国	2999	17.4%	2401.7	16.9%	1
2	Terex AWP	美国	2118	12.3%	1801.1	12.7%	2
3	徐工机械	中国	1502	8.7%	1058	7.4%	3
4	Skyjack	加拿大	1069	6.2%	906.2	6.4%	4
5	浙江鼎力	中国	1042	6.0%	871.3	6.1%	5
6	Haulotte	法国	1004	5.8%	790	5.6%	6
7	中联重科	中国	912	5.3%	735.4	5.2%	7
8	Time Manufacturing	美国	761	4.4%	725	5.1%	8
9	临工重机	中国	744	4.3%	673.2	4.7%	9
10	星邦智能	中国	605	3.5%	451.1	3.2%	11
11	Aichi Corporation	日本	466	2.7%	532.7	3.7%	10
	Manitou	法国		.%	.	.%	

13	Niftylift	英国	284	1.6%	240.51	1.7%	14
14	Altec	美国	280	1.6%	255	1.8%	13
15	Alimak	瑞典	278	1.6%	203.1	1.4%	17
16	Klubb	法国	253	1.5%	211.4	1.5%	16
17	Multitel Pagliero	意大利	240	1.4%	230.5	1.6%	15
18	Palfinger Platforms	奥地利	218	1.3%	197.9	1.4%	18
19	Snorkel	美国	193	1.1%	173.7	1.2%	20
20	Bronto Skylift	芬兰	181	1.1%	164.8	1.2%	21

资料来源: Access International, 申万宏源研究

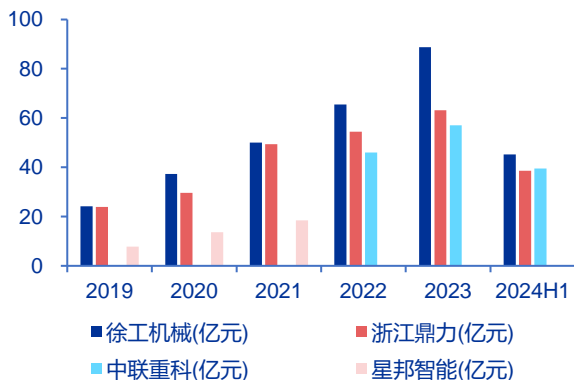
图 14: 2023 年全球前 40 家高空作业平台竞争格局



资料来源: Access International (以前 40 榜单营收之和作为市场规模), 申万宏源研究

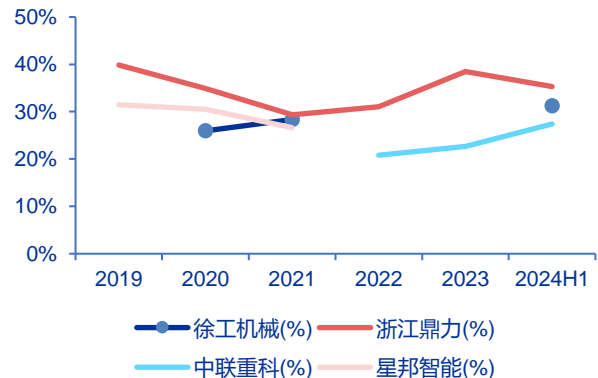
浙江鼎力国内外竞争力持续提升, 毛利率水平领先业内公司。国内高空作业平台行业市场竞争日益激烈, 国内市场短期承压, 长期向好。公司不断加深、加强电动化、差异化发展, 通过提供高品质、差异化产品打造品牌竞争力。在欧美等成熟市场, 公司通过多年布局, 已形成多款系列化、模块化、差异化业内领先的新产品, 凭借卓越的技术创新能力、生产制造优势、稳定质量及良好的售后服务获得国际头部租赁公司青睐, 在欧美市场占据一席之地。2023 年公司实现收入 63.12 亿元, 规模仅次于徐工机械, 毛利率水平一直领先于可比公司。

图 15: 鼎力与可比公司高空作业平台收入规模对比



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 16: 鼎力与可比公司高空作业平台毛利率对比

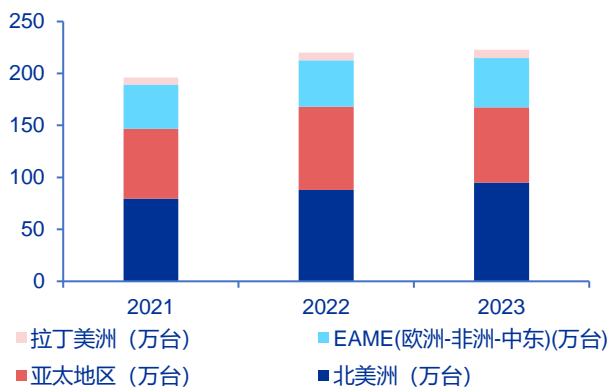


资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.3 欧美市场更新需求为主，看好国内市场长期结构性改善

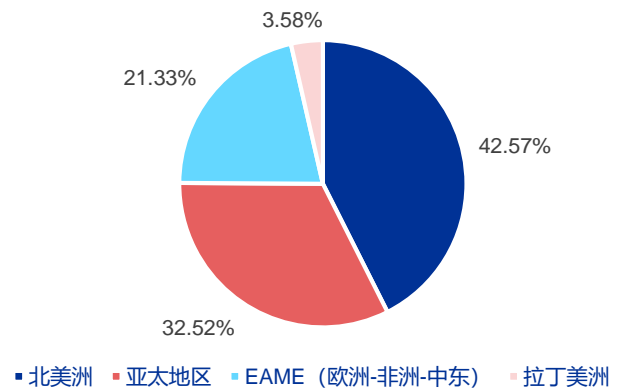
全球高空作业平台租赁市场存在区域分化。发达国家以存量更新需求为主，整体增速平稳；新兴国家仍处于成长阶段，市场规模较小但发展潜力大，以新增需求为主，增速较快。根据《IPAF Rental Market Report 2024》，2023 年全球高空作业平台租赁市场保有量约 223 万台。其中北美洲保有量约 94.89 万台，占比 42.57%，亚太地区保有量约 72.5 万台，占比 32.52%，欧洲、非洲及中东地区(EAME)地区保有量 47.54 万台，占比 21.33%，拉丁美洲保有量 7.98 万台，占比 3.58%。

图 17: 全球高空作业平台租赁设备市场保有量情况



资料来源: IPAF, 申万宏源研究

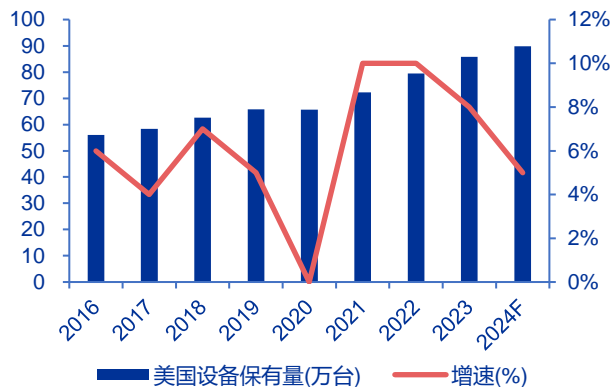
图 18: 2023 年全球高空作业平台租赁市场设备保有量地区结构



资料来源: IPAF, 申万宏源研究

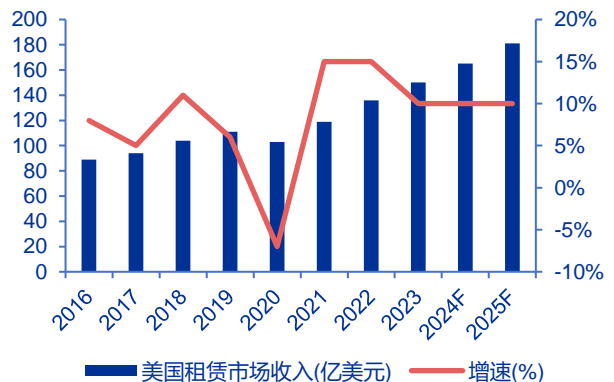
国外高空作业平台市场以存量更新为主，整体更为成熟稳定。美国、欧洲等海外发达国家和地区高空作业平台市场发展较早相对成熟，存量市场更大，产品结构更完善，安全法规更严格。根据《IPAF Rental Market Report 2024》，2023 年，受益于美国 GDP 增长及建筑领域投资增加等经济活动，美国高空作业平台租赁市场依旧表现出强劲需求。2023 年美国租赁市场高空作业平台租赁收入约 150 亿美元，同比增长 10%；租赁市场保有量为 85.79 万台，同比增长 8%。2023 年欧洲十国（丹麦、芬兰、法国、德国、意大利、荷兰、挪威、西班牙、瑞典、英国）高空作业平台租赁市场收入约 34 亿欧元，同比增长 6%；保有量为 35.74 万台，同比增长 5%。欧洲高空作业平台租赁市场继续向绿色能源转型。

图 19: 2016-2024F 美国高空作业平台租赁市场保有量及增速

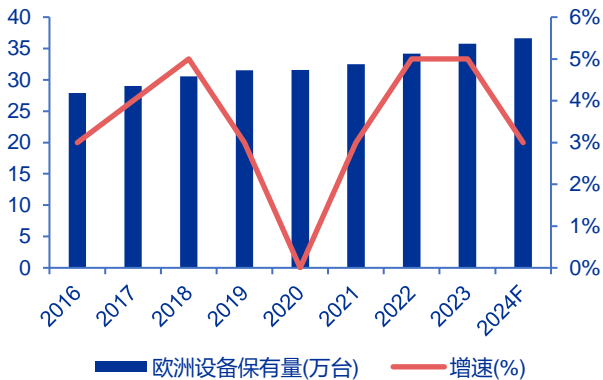


资料来源: 国际高空作业平台协会 IPAF, 申万宏源研究

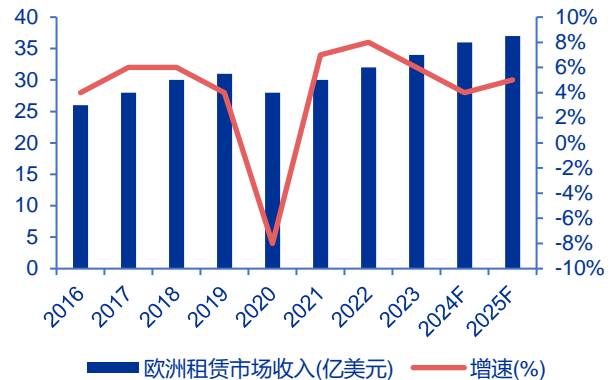
图 20: 2016-2025F 美国高空作业平台租赁市场收入及增速



资料来源: 国际高空作业平台协会 IPAF, 申万宏源研究

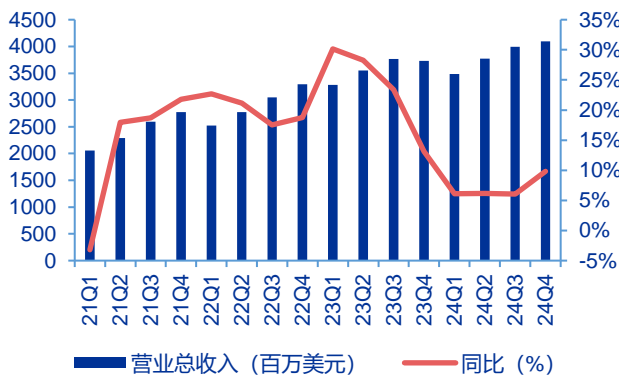
图 21: 2016-2024F 欧洲高空作业平台租赁市场保有量及增速


资料来源：国际高空作业平台协会 IPAF，申万宏源研究

图 22: 2016-2025F 欧洲高空作业平台租赁市场收入及增速


资料来源：国际高空作业平台协会 IPAF，申万宏源研究

联合租赁公司收入同比增长，资本开支处于高位。美国联合租赁公司 (URI) 是北美乃至世界上最大的设备租赁公司之一，主营普通租赁（一般建筑和工业设备）和专业租赁（安全设备、电力设备等），根据今日工程机械数据，URI 在北美市场市占率约 15%。2024Q4 URI 实现收入 40.95 亿美元，同比增长 9.8%，2024 全年实现收入 153.45 亿美元，同比增长 7.1%，公司预期 2025 年收入在 156-161 亿美元区间，中值同比+3.3%。2024Q4 URI 资本开支 6.83 亿美元，同比下降 5.8%，2024 全年资本开支 41.27 亿美元，同比增长 1.4%，公司预计 2025 年资本支出约 36.5-39.5 亿美元，处于历史较高水平，看好下游需求。

图 23: 联合租赁营业收入 (百万美元)


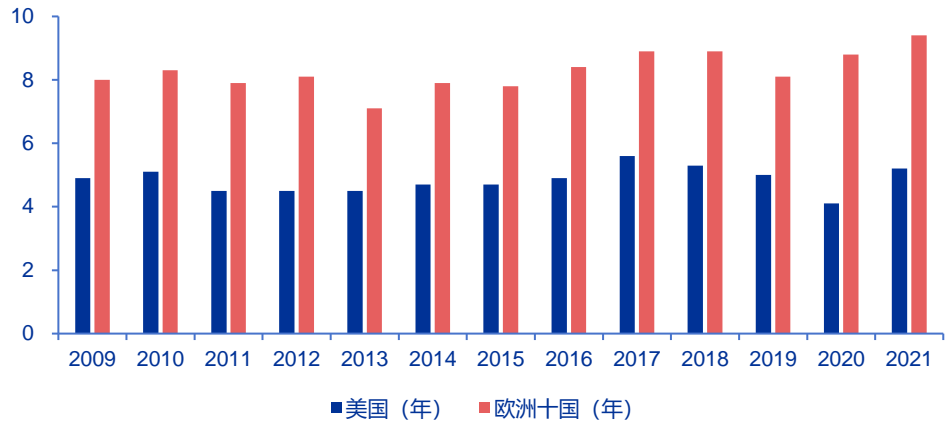
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 24: 联合租赁资本开支 (百万美元)


资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

欧洲高空作业平台设备平均服役年限较长，更替需求为主。欧美高空作业平台市场经过多年的充分竞争，行业竞争格局趋于稳定，未来设备需求将主要来源于市场自然增长和设备更新换代。2021 年，美国高空作业平台租赁业的设备平均服役年限为 5.2 年，欧洲高空作业平台设备平均年限为 9.4 年，欧洲高空作业平台需求主要受住宅、商业、零售及工业等建筑业和维修、清洁、公共事业等非建筑业的推动，基本达到设备的使用寿命，设备更替将成为推动高空作业设备需求的主要因素。

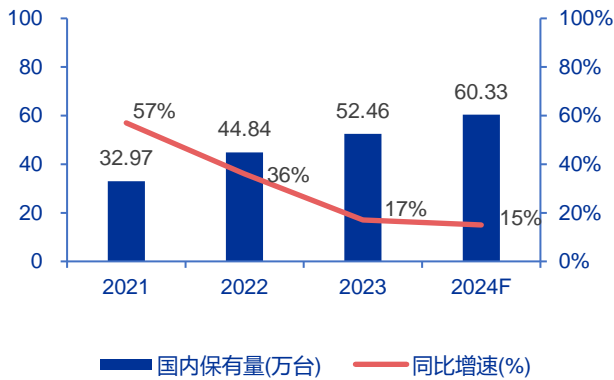
图 25：欧美地区高空作业平台设备平均服役年限（年）



资料来源：Ducker Worldwide，申万宏源研究

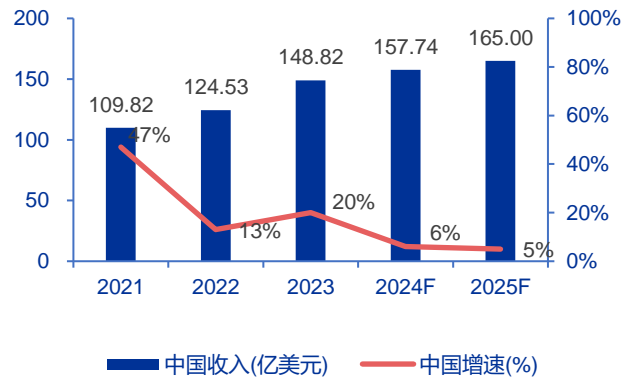
国内高空作业平台市场出现阶段性波动，看好长期结构性改善。国内高空作业平台产品起步较晚，人均保有量较小，且行业渗透率较低，产品结构尚不完善。但受到人口红利逐渐消退、安全意识持续提升、施工效率要求不断提高及应用场景多样化等因素驱动，国内高空作业平台行业发展迅速，租赁市场快速崛起。根据《IPAF Rental Market Report 2024》，2023 年中国高空作业平台保有量为 52.46 万台，同比增长 17%；租赁市场实现收入约 148.82 亿元，同比增长 20%。租赁公司对于机队规模扩充变得较为谨慎，但产品结构持续优化，臂式产品、电动产品及差异化产品需求仍不断增加。

图 26：2021-2024F 中国高空作业平台租赁市场保有量及增速



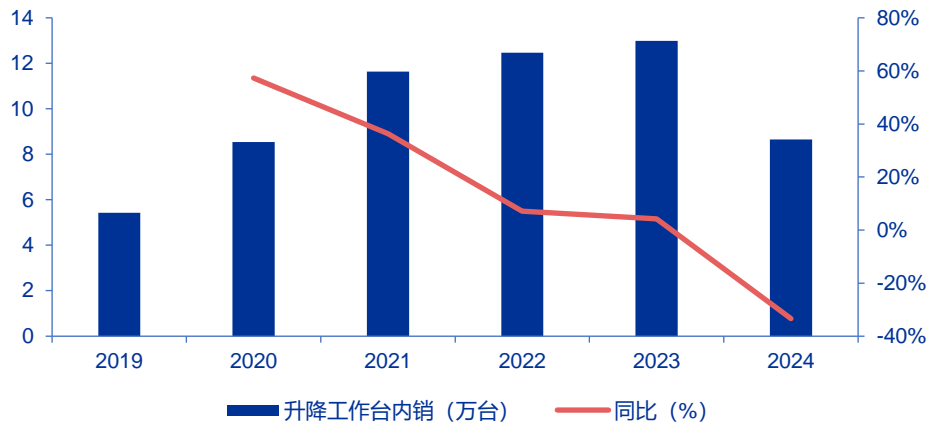
资料来源：国际高空作业平台协会 IPAF，申万宏源研究

图 27：2021-2025F 中国高空作业平台租赁市场收入及增速



资料来源：国际高空作业平台协会 IPAF，申万宏源研究

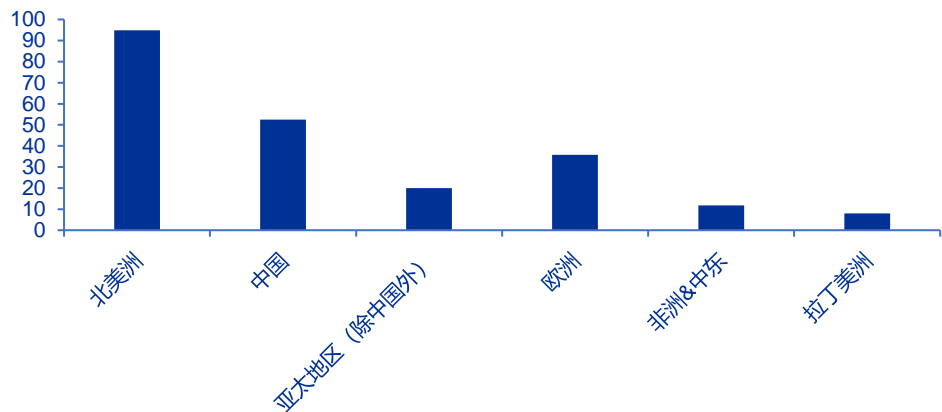
图 28: 中国高空作业平台国内销量 (万台)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

新兴市场地区仍处于基建和城市化加速进程中，设备需求广阔。除了欧美市场的存量更新需求以及中国市场的臂式和电动化趋势，高空作业平台厂商还面临着来自新兴市场地区的基建和城市化加速带来的广阔市场需求。这些地区经济发展程度相比欧美较为落后，高空作业平台保有量相对较低，例如亚太地区（除中国外）2023 年保有量 20.04 万台，非洲和中东地区的保有量合计 11.8 万台，拉丁美洲的保有量仅为 7.98 万台，设备需求广阔。

图 29: 新兴市场地区高空作业平台租赁市场保有量较低 (万台)



资料来源: 国际高空作业平台协会 IPAF, 申万宏源研究

2.4 全球电动化趋势明确，国内臂式占比仍有待提高

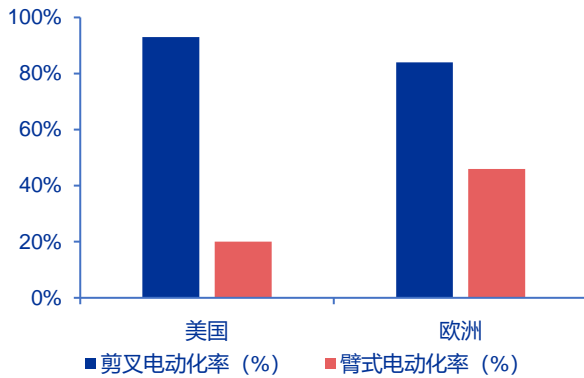
高空作业平台全球电动化、绿色化、智能化发展趋势愈发明显。基于国家政策推进、排放标准升级、自身绿色转型战略、综合使用成本较低等多方面考虑，租赁公司在设备选择上也越来越倾向于绿色化、电动化产品。浙江鼎力已实现全系列产品电动化，是全球首家实现高米数、大载重、模块化电动臂式系列产品制造商。公司电动款产品在节能环保无噪音、维保便捷成本低等优势基础上兼具大载重、强动力、易运输等特性。根据公司年报，2023 年，公司臂式电动化率已达 73.36%，同比增长 11.07pcts。

全球多家大型租赁公司已公布绿色发展战略，绿色低碳、可持续发展已成为共识。目前租赁市场中剪叉电动化率较高，臂式电动化率相对较低，仍在稳步推进中。美国租赁市场臂式和剪叉产品电动化趋势持续，根据 IPAF 数据，2023 年美国租赁市场中电动剪叉占

比 93%，电动臂式占比约 20%；欧洲租赁市场继续向绿色能源转型，电动剪叉占据主导地位，综合电动化率约 84%，受应用场景、作业高度和充电设施完善程度等影响，不同国家臂式电动化速度不同，欧洲臂式综合电动化率约 46%。

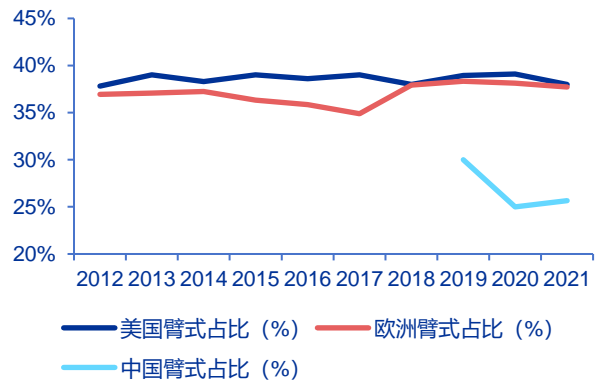
欧美臂式占比更高，中国臂式产品占比仍有提升空间。臂式高空作业设备生产技术难度较高，相对于剪叉式设备具有作业高度高、承载重量大等优势，且工作场景更加灵活，市场租金水平通常高于剪叉式设备，故下游设备租赁商对臂式设备的采购规模持续增长。按租赁市场产品结构划分，2021 年美国租赁市场保有量中臂式占比 38.0%，2021 年欧洲租赁市场保有量中臂式占比 37.7%，中国高空作业设备市场起步相对较晚，产品结构尚不完善，臂式设备占比远低于成熟市场，2021 年我国租赁市场保有量中臂式占比 25.7%，随着臂式产品的高效性、便利性及安全性越来越得到市场认可，臂式占比有望进一步提升。

图 30：2022 年欧美租赁市场电动设备保有量占比



资料来源：IPAF，申万宏源研究

图 31：我国臂式产品占比相比欧美仍有提升空间



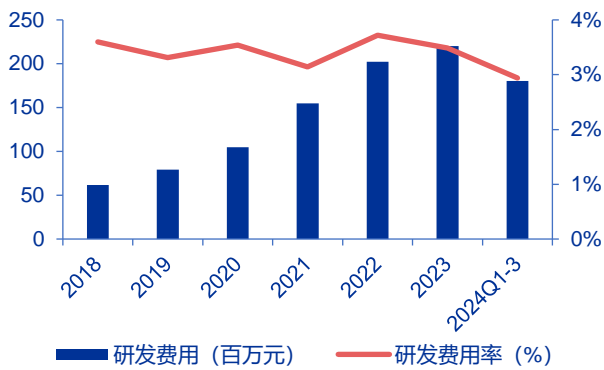
资料来源：Ducker Worldwide，申万宏源研究

3. 电动化、臂式引领，全球化战略稳步推进

3.1 模块化设计驱动降本，未来工厂赋能生产自动化

研发投入逐年增加，专利数量居国内首位。2018 年至今，公司研发投入持续增长，2023 年研发费用达 2.2 亿元，研发费用率近年基本稳定在 3% 左右水平。公司建有海外研发中心及中国企业研究院，根据公司 2024 年半年报，公司拥有专利 280 项，其中发明专利 131 项，海外专利 86 项，计算机软件著作权登记证 5 项，专利数量居国内行业首位。公司参与制定国家标准 16 项，行业标准 9 项，是国家知识产权优势企业，国家标准和行业标准制定单位之一，彰显了公司在核心技术研发、产品创新、知识产权保护方面的综合实力。

公司创新能力强，技术水平高，尤其在高端、差异化产品市场中竞争优势明显。例如路轨两用轨道高空车、最大磁吸力 500kg 的模板举升车以及升级款新品最大举升高度 26.1 米、1500kg 大吸力纯电动玻璃吸盘车等产品深受客户青睐。公司近期发布多款新产品，推出了全球首创的船舶喷涂、除锈机器人，以及隧道打孔机器人等。

图 32：公司研发投入逐年增加


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 33：鼎力 1500kg 大吸力纯电动玻璃吸盘车


资料来源：公司公众号，申万宏源研究

模块化设计提高通用性，降低配件采购及仓储成本。公司颠覆传统设计理念，采用模块化设计，产品部件、结构件通用性强，根据公司公众号，公司臂式产品系列全部件 85% 通用，不仅能有效缩短新品研发周期，也有利于降低产品生命周期中的采购、物流、制造和服务成本，还便于租赁公司降低维护维修成本和配件采购、仓储成本。此外，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，全系列臂式产品（最大工作高度覆盖 16-44 米）均适用于标准集装箱运。大型臂式产品可实现小臂“回钩”，变幅角度可达 230°，可节省运输空间，降低运输成本，提升运输效率及客户满意度。

图 34：公司全系列臂式产品均适用于标准集装箱运


资料来源：公司官网，申万宏源研究

全球首家实现高米数、大载重、模块化电动臂式系列产品的制造商。公司电动款臂式产品具备节能环保无噪音、安全实用动力强、维保便捷易运输、长续航更经济等诸多优势，能满足应用于国家电网、核电站、石油石化、高铁、机场、隧道、居民小区等对环保排放有严格要求的领域。目前公司全系列臂式产品提供三种动力源选择，电柴混动同平台，工作高度覆盖 16-44 米，适配多种应用场景，全方位满足客户需求。根据公司公告，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，起降、转向均采用电推杆取代传统油缸，具有低能耗、更安全、易维保、更舒适、更环保等优势。

图 37: 鼎力“未来工厂”智能制造图

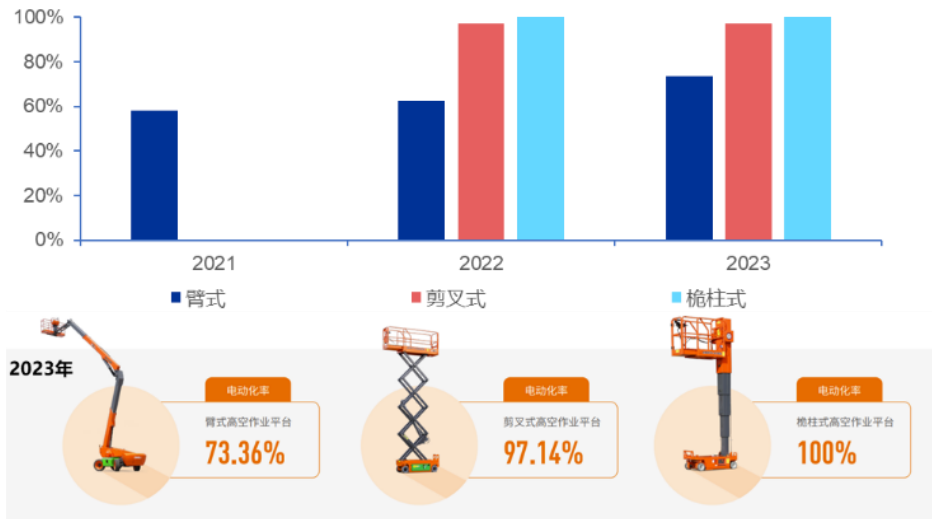


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3.2 电动化率持续提升, 臂式产品推广顺利

率先实现全系列产品电动化, 产品电动化率持续提升。公司深耕行业多年, 早在 2016 年布局全系列产品电动化。随着节能环保、电动化、智能化、大载重成为行业发展趋势, 公司率先推出业内领先的全系列高米数、大载重、模块化电动臂式和电动越野剪叉式产品, 在节能环保无噪音、维保便捷成本低等优势基础上兼具大载重、强动力、易运输等特性。根据公司公告及 ESG 报告, 2023 年公司电动款产品实现收入 48.50 亿元, 同比增长 13.10%; 在继续保持剪叉和桅柱产品近 100% 电动化率的基础上, 公司臂式电动化率达到 73.36%, 同比提升 11.07pcts; 2024 年 3 月公司公告, 拟投资 17 亿元扩充新能源高空作业平台产能, 规划实现年产 2 万台新能源高空作业平台, 建设周期为 36 个月, 项目完成后, 预计实现年收入 25 亿元, 产品电动化率将进一步提升。

图 38: 公司产品电动化比例持续提升



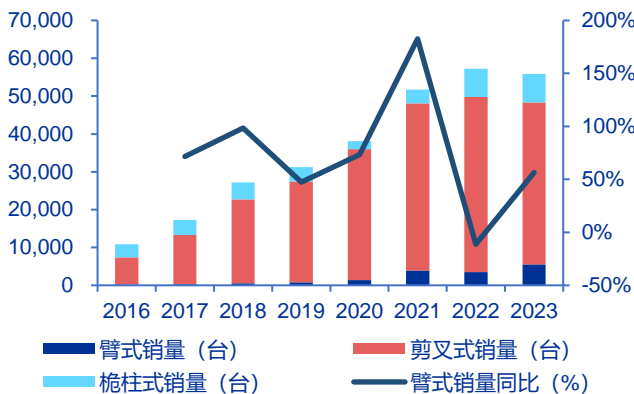
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

多样化场景和复杂性工况驱动下，臂式产品需求增长。当前国内高空作业平台租赁商产品结构仍以剪叉式设备为主，臂式产品占比低，随着行业发展及多样化施工场景和复杂性工况的驱动，臂式产品需求增加。目前公司全系列臂式产品提供三种动力源选择，电柴混动同平台，工作高度覆盖 16-44 米，适配多种应用场景，全方位满足客户需求。

公司臂式产品销量及收入保持快速增长。根据公司公告，2023 年，公司实现臂式产品销量 5492 台，同比增长 56.4%；臂式销售收入 24.46 亿元，同比增长 68.24%，占总收入比重达 41.04%，同比提升 13.23pcts，主要系公司加大销售力度，尤其是海外市场推广顺利，海外臂式产品销售收入同比增长 141.28%；2024 年上半年，公司臂式产品收入同比增长 57.67%，占总收入比例达 48.57%。2023 年臂式产品均价 44.54 万元/台，显著高于剪叉式和桅柱式产品。

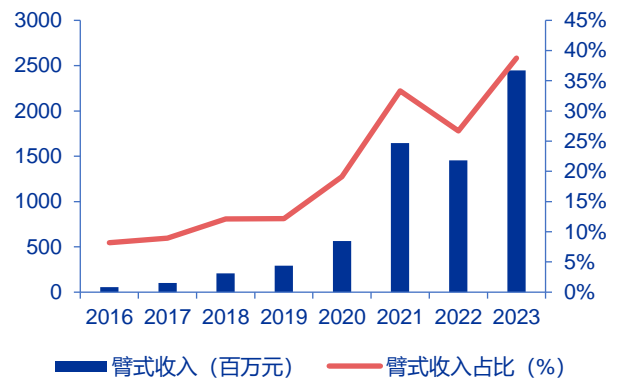
目前租赁市场中剪叉电动化率较高，臂式电动化率相对较低，仍在稳步推进中。根据公司公告，2023 年公司臂式电动款销量占比达 73.36%，同比+11.07pcts，2024 年上半年，公司臂式电动款产品销量同比增长 38.87%。在海外收入增长和电动化率提升共同带动下，公司 2023 年臂式产品毛利率达 30.52%，同比提升 9.88pcts。未来，我们看好臂式和电动化需求提升带来的结构性机会，随着公司推出更多拥有自主知识产权的高附加值、差异化、电动化、智能化高端新产品，公司产品结构及盈利能力有望进一步优化。

图 39：公司臂式产品销量保持快速增长



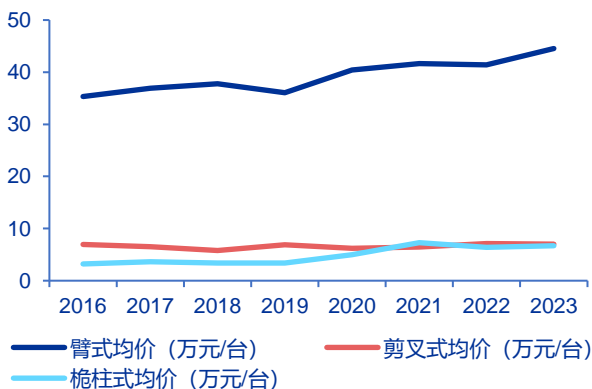
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 40：臂式产品销量增长带动收入增长



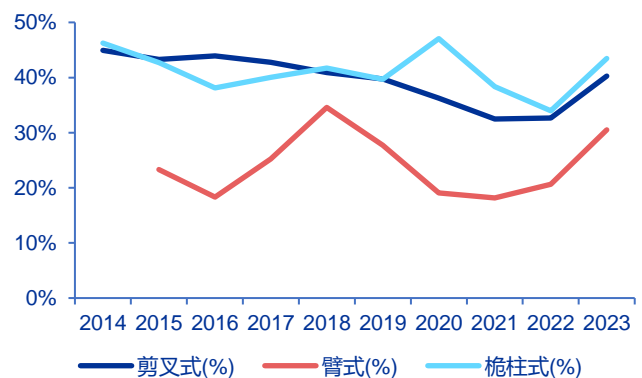
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 41：公司臂式产品均价更高且持续提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 42：2020 年以来公司臂式产品毛利率逐渐改善



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 全球化销售&技术布局，海外收入体量持续扩张

公司积极布局全球化的销售渠道及技术研发中心。浙江鼎力立足中国，放眼全球，先后在海外设立分公司，并收购意大利 Magni 公司、美国 CMEC 公司、德国 TEUPEN 公司，依托鼎力意大利、美国、德国研发中心，全面实现销售网络及技术创新的全球化，遍布 80 多个国家和地区。

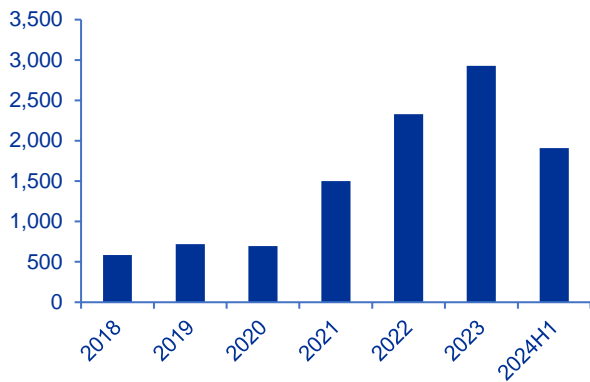
图 43：公司全球化布局



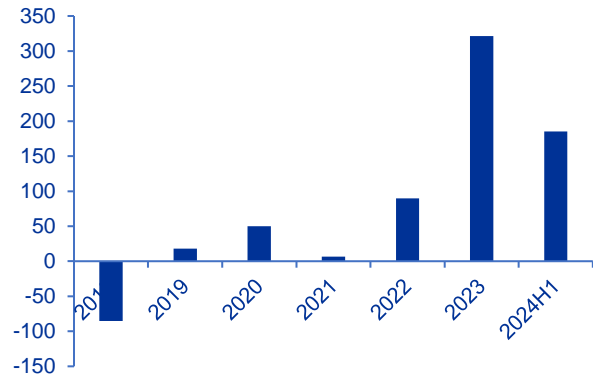
资料来源：公司官网，申万宏源研究

Magni: 2016 年，公司以 1437.5 万欧元收购全球知名高位伸缩臂叉装车企业—意大利 Magni 公司 20% 股份，并与其合作成立鼎力欧洲研发中心，开展臂式产品的研发及销售渠道合作；和 Magni 联合研发的柴油臂式和电动臂式产品分别于 2019 和 2020 年投入市场，M 系列产品矩阵不断完善，最大工作高度覆盖 22~34 米，最大荷载 454kg；2023 年 11 月，鉴于公司与 Magni 技术合作已达成阶段性成果，公司臂式 M 系列新产品均已研发完成并顺利推向市场，结合公司自身实际情况并根据双方友好协商，公司拟将持有的 Magni 20% 股权以 6142 万欧元转让，2024 年 4 月，公司完成 Magni 公司 20% 股权的处置交割，不再持有 Magni 公司的股权。

CMEC: 2017 年，公司收购业内拥有 40 多年品牌历史的知名企业—美国 CMEC 公司 25% 的股权，进驻北美租赁市场；2023 年 10 月，公司以 2315 万美元继续收购 CMEC 公司 24.8% 股权，同时公告拟以自筹资金 4685 万美元进一步收购 CMEC 公司 50.2% 股权，2024 年 4 月交易完成后，公司实际取得 CMEC 公司 49.7% 的股权，共持有 CMEC 公司 99.5% 股权，CMEC 公司于 2024 年 5 月进行并表。CMEC 公司旗下 MEC 品牌在北美市场具有知名度且有历史积淀，销售团队经验丰富，与当地租赁公司保持良好的合作关系，能够快速感知当地市场环境及客户需求的变化，近年来 CMEC 收入体量呈扩张态势，净利润改善明显。而鼎力拥有业内领先的研发创新优势及智能制造优势，该项收购能更好的发挥互补优势，增强协同性，符合公司长期战略规划。

图 44: CMEC 收入体量呈扩张态势 (百万元)


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

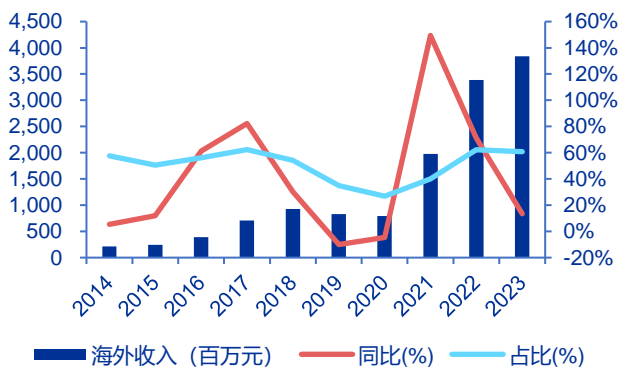
图 45: CMEC 盈利能力逐渐改善(百万元)


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

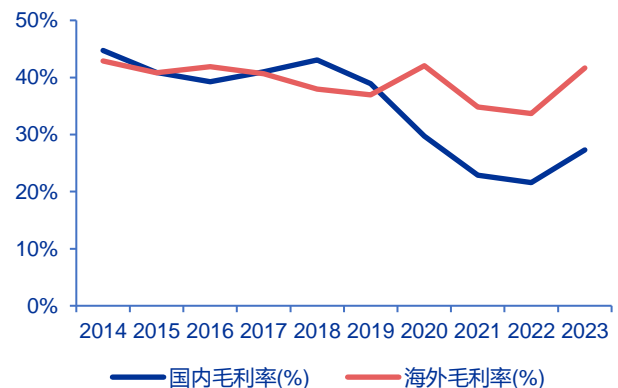
TEUPEN: 2020 年, 公司收购德国 TEUPEN24%的股份, 成立德国研发中心, 旨在研发高米数、大载重且有绝缘特征的新臂式产品; 2022 年, 公司推出与 TEUPEN 联合研发的臂式-T 系列产品, 最大工作高度覆盖 36~44 米, 最大荷载 454kg; 2024 年, 公司完成 TEUPEN 公司 24%股权的处置交割, 不再持有 TEUPEN 公司的股权。

国际成熟市场租赁商对生产商选择有严格要求, 高度关注产品品质、故障率、耐用性、设备残值及流通性。 在绿色低碳可持续发展时代, 产品品质卓越、品牌知名度高、生产规模大、产品种类丰富、电动化战略有效落地的制造商更具竞争优势。通过多年布局, 公司已形成多款系列化、模块化、差异化业内领先的新产品, 产品线扩充丰富, 并凭借卓越的技术创新能力、生产制造优势、稳定质量及良好的售后服务获得国际头部租赁公司青睐, 品牌全球影响力持续提升。

近年来海外毛利率高于国内, 海外收入占比回升带动公司盈利增长。 2021 年外需回暖, 公司加大海外市场开拓力度, 海外营收占比持续上升。海外毛利率在 2020 年反超国内毛利率, 主要系国内产品结构调整、毛利率较低的臂式产品占比提升, 同时国内大客户采购量增加, 较低的采购价格挤压了毛利水平。分地区来看, 2023 年公司国内收入同比增长 15.22%, 毛利率 27.30%; 海外收入同比增长 13.35%, 收入占比达 60.84%, 外销毛利率 41.64%, 海外业务盈利水平高于国内, 带动公司盈利能力提升。

图 46: 公司海外收入占比回升


资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 47: 近年来公司海外毛利率高于国内


资料来源: Wind, 申万宏源研究

欧盟委员会公告“双反”裁定结果，鼎力税率最低。2025年1月，欧盟委员会发布公告，对原产于中国的移动式升降作业平台作出反倾销终裁，其中浙江鼎力/捷尔杰/特雷克斯/星邦智能/中联重科五家公司终裁税率分别为20.6%/22.5%/22.9%/49.3%/30.1%，对其他配合调查的企业征收30.1%的税率。近日，反补贴初裁结果显示，浙江鼎力/捷尔杰/特雷克斯/星邦智能/中联重科税率分别14.28%/0%/12.1%/7.31%/11.14%，对其他配合调查的企业征收12.1%的反补贴税率。在反倾销调查中，鼎力和星邦采用的是倾销税率，因此补贴税率可以从倾销税率中抵扣；而其余企业采用的是损害税率，反补贴税率不可以从损害税率中抵扣。鼎力双反税率合计20.6%，成为内外资厂商中反倾销税率最低的公司。

表 4：欧盟委员会“双反”税率裁定情况

	反倾销终裁		反补贴初裁	双反合计税率
	倾销幅度	损害幅度		
浙江鼎力机械股份有限公司	20.6%	47.6%	14.28%	20.6%
捷尔杰（天津）设备有限公司	66.7%	22.5%	0%	22.5%
特雷克斯（常州）机械有限公司	48.7%	22.9%	12.1%	35%
湖南星邦智能装备股份有限公司	49.3%	54.9%	7.31%	49.3%
中联重科股份有限公司	48.1%	30.1%	11.14%	41.2%
其他配合企业	48.1%	30.1%	12.1%	42.2%
所有其他企业	66.7%	54.9%	12.1%	66.7%

资料来源：欧盟委员会，申万宏源研究

美国第一次反倾销复审终裁税率降低，积极应对后续调查复审。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发起反倾销和反补贴立案调查。2021年10月美国商务部作出反补贴终裁，2022年2月作出反倾销肯定性终裁，浙江鼎力反倾销税率31.54%，反补贴税率11.95%，双反税率合计43.49%，为国内最低水平。2024年11月，根据美国商务部公布的第一次反倾销复审终裁结果，公司反倾销终裁税率为12.39%，比调整之前下降19.15pcts，目前公司出口美国的产品已按照新的反倾销税率缴纳保证金，公司仍在积极为第二次“双反”调查复审做好充足的准备工作，相比其他被征收高双反税率的国产企业，公司应对能力更强，有望在欧美市场进一步提升市场份额。

表 5：美国商务部双反税率裁定情况

美国双反税率	浙江鼎力		临工重机	其他生产商/出口商
	调整前	调整后		
反倾销	31.54%	12.39%	165.10%	165.14%
反补贴	11.95%	11.95%	18.34%	12.93%
双反合计	43.49%	24.34%	183.44%	178.07%

资料来源：美国商务部，公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

预计公司 2024-2026 年营业收入分别 78.04/94.80/114.80 亿元，同比增速分别 23.6%/21.5%/21.1%；毛利率分别 38.8%/39.4%/40.2%。公司各业务预测具体如下：

臂式产品：2023 年公司臂式产品实现收入 24.46 亿元，同比增长 68.2%，毛利率 30.5%，销售主要集中在国内和欧洲地区。2024 年，公司五期 4000 台臂式项目开始试生产，随着产能逐渐释放，臂式产品销量将快速增长；同时，经过前期的渠道建设和产品导入，公司臂式产品 2024 年开始在美国市场放量，海外产品单价及毛利率更高，将带动公司臂式收入体量显著提高及盈利能力改善。我们预计 2024-2026 年公司臂式产品收入分别 35.70/48.30/63.23 亿元，对应同比增速分别 45.9%/35.3%/30.9%，毛利率分别 33%/35%/37%。

剪叉式产品：2023 年公司剪叉式产品实现收入 30.10 亿元，同比下降 8.6%，毛利率 40.3%。剪叉式产品已经较为成熟且技术壁垒较低，国内市场竞争较为激烈，海外市场需求相对稳健。2023 年剪叉式产品收入下滑主要系 2023Q4 公司对 CMEC 持股比例从 25% 提高到 49.8%，是报表端收入确认要求的变化短期影响海外剪叉收入，而并非剪叉产品海外需求下滑。未来公司剪叉式产品将从国内市场销售持续向海外市场转移，海外需求可预测性较强，尤其是美国市场我们预计需求将保持快速增长，公司剪叉式产品收入将在现有基础上实现稳定增长，盈利能力预计保持稳定。我们预计 2024-2026 年公司剪叉式产品收入分别 32.82/35.88/39.66 亿元，对应同比增速分别 9.0%/9.3%/10.5%，毛利率保持在 40.3%左右水平。

桅柱式产品：2023 年公司桅柱式产品实现收入 5.04 亿元，同比增长 5.2%，毛利率 43.5%。桅柱式产品需求较为稳定，我们预计公司桅柱式产品销售将保持稳健增长，盈利能力也维持在当前水平，预计 2024-2026 年收入分别 5.29/5.56/5.84 亿元，对应同比增速分别 5%/5%/5%，毛利率保持在 43.5%水平。

表 6：浙江鼎力主营收入拆分

	人民币 百万元	2023	2024E	2025E	2026E
合计	收入 (百万元)	6312	7804	9480	11480
	(+/-)	15.9%	23.6%	21.5%	21.1%
	成本 (百万元)	3882	4777	5748	6863
	毛利 (百万元)	2430	3027	3733	4617
	毛利率 (%)	38.5%	38.8%	39.4%	40.2%
臂式	收入 (百万元)	2446	3570	4830	6323
	(+/-)	68.2%	45.9%	35.3%	30.9%
	成本 (百万元)	1699	2392	3139	3983
	毛利 (百万元)	747	1178	1690	2339
	毛利率 (%)	.%	.%	.%	.%

	收入占比 (%)	38.8%	45.7%	50.9%	55.1%
剪叉式	收入 (百万元)	3010	3282	3588	3966
	(+/-)	-8.6%	9.0%	9.3%	10.5%
	成本 (百万元)	1798	1960	2142	2368
	毛利 (百万元)	1212	1323	1446	1598
	毛利率 (%)	40.3%	40.3%	40.3%	40.3%
	收入占比 (%)	47.7%	42.1%	37.8%	34.5%
桅柱式	收入 (百万元)	504	529	556	584
	(+/-)	5.2%	5%	5%	5%
	成本 (百万元)	285	299	314	330
	毛利 (百万元)	219	230	242	254
	毛利率 (%)	43.5%	43.5%	43.5%	43.5%
	收入占比 (%)	8.0%	6.8%	5.9%	5.1%
其它	收入 (百万元)	352	422	507	608
	(+/-)	62.0%	20%	20%	20%
	收入占比 (%)	5.6%	5.4%	5.3%	5.3%
	成本 (百万元)	100	127	152	182
	毛利 (百万元)	251	295	355	426
	毛利率 (%)	71.5%	70%	70%	70%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

4.2 相对估值

公司主营高空作业平台产品, 属于工程机械行业, 因此我们选取国内主营高空作业平台及在工程机械行业具备代表性的公司: 徐工机械、中联重科、三一重工作为可比公司。

徐工机械: 产品囊括土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械五大支柱产业, 以及矿业机械、高空作业平台、环境产业、农业机械、港口机械等战略新产业。根据 2023 年 Access International 数据, 徐工机械高空作业平台进位至全球第三。

中联重科: 我国装备制造行业的头部企业之一, 主要从事工程机械、环境产业、农业机械等高新技术装备, 市场已覆盖全球超 140 个国家和地区。根据 2023 年 Access International 数据, 中联重科高空作业平台排名全球第七。

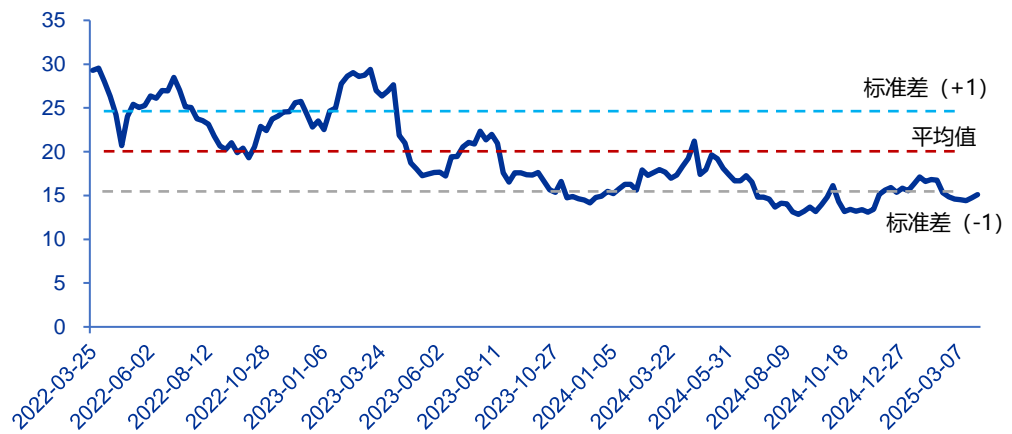
三一重工: 全球装备制造业领先企业之一, 产品包括混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械。三一重工估值较徐工和中联偏高, 主要系其作为工程机械行业头部公司, 享有一定估值溢价。2023 年, 三一重工海外业务收入占比 58.9%, 其中欧美市场占比较高, 与公司海外敞口类似 (浙江鼎力 2023 年海外业务收入占比 60.8%, 以欧美市场为主), 具备可比性。三家可比公司 2024-2026 年 PE 均值分别 21/16/12X, 作为参考, 申万工程机械指数 2024-2026 年 PE 水平为 23/18/14X, 可比公司估值具备合理性。

首次覆盖, 给予“买入”评级。预计 2024-2026 年公司归母净利润为 19.55/25.80/31.84 亿元, 公司当前股价 (2025/3/25) 对应 24-26 年 PE 分别 16/12/10X, 可比公司 PE 均值分别 21/16/12X。公司近 3 年来 PE 均值在 20 倍左右, 由于海外关税风险, 市场担忧盈利下滑, 估值降至低位, 目前处于历史 21.82%分位。考虑到公司是国内领先的高空作业平台企业, 产品种类齐全, 海外市场空间广阔。我们看好北美市场的稳健增长及新兴市场高速增长, 公司业绩有望保持快速增长, 给予“买入”评级。

表 7: 可比公司估值表

公司代码	公司简称	2025/3/25	归母净利润 (亿元)				PE			
		市值 (亿元)	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
000425.SZ	徐工机械	1037	53.26	63.13	79.97	102.22	19	16	13	10
000157.SZ	中联重科	679	35.06	35.20	51.60	64.88	19	19	13	10
600031.SH	三一重工	1658	45.27	60.93	80.98	103.38	37	27	20	16
							25	21	16	12
603338.SH	浙江鼎力	307	18.67	19.55	25.80	31.84	16	16	12	10

资料来源: Wind, 申万宏源研究 注: 其中可比公司预测为 Wind 一致预期

图 48: 当前浙江鼎力 PE (TTM) 处于历史低位


资料来源: Wind, 申万宏源研究

5. 风险提示

（一）“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。

（二）国际贸易风险

公司出口业务较多，产品远销 80 多个国家和地区。国际贸易存在诸多不稳定因素，区域政治环境、经济发展状况、贸易壁垒、行业政策、汇率政策、海运情况等具有较大的不确定性。若公司产品遭遇到贸易壁垒或汇率较大波动以及海运情况紧张等情况，则会对公司产品出口产生不利影响。

（三）行业竞争加剧风险

高空作业平台行业在国内发展迅速，生产厂家及租赁商为抢占市场份额，竞争加剧，可能会给公司销售和利润率造成不利影响；若下游客户回款不及时，无法按期付款，公司可能会面临延期收款或应收账款不能收回的风险。

（四）客户集中度提升风险

租赁公司设备采购是高空作业平台制造商的主要需求来源。近年来，随着海外租赁市场并购加速，国内大租赁公司设备规模扩充加速，租赁行业集中度不断提升。未来若主要客户采购量减少，客户结构发生变化，可能对公司销售产生一定影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,445	6,312	7,804	9,480	11,480
营业收入	5,445	6,312	7,804	9,480	11,480
营业总成本	4,018	4,265	5,570	6,494	7,745
营业成本	3,755	3,882	4,777	5,748	6,863
税金及附加	12	33	41	50	61
销售费用	158	232	351	284	344
管理费用	123	141	273	256	310
研发费用	202	220	234	284	344
财务费用	-233	-245	-107	-128	-177
其他收益	35	98	60	40	0
投资收益	49	92	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-25	-37	0	0	0
信用减值损失	-26	-25	0	0	0
资产减值损失			0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,460	2,175	2,293	3,026	3,735
营业外收支	0	-1	0	0	0
利润总额	1,460	2,174	2,293	3,026	3,735
所得税	203	307	338	446	551
净利润	1,257	1,867	1,955	2,580	3,184
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	1,257	1,867	1,955	2,580	3,184

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,257	1,867	1,955	2,580	3,184
加：折旧摊销减值	126	154	219	282	353
财务费用	-234	-8	-107	-128	-177
非经营损失	-42	-63	0	0	0
营运资本变动	-211	216	-655	-320	-292
其它	66	86	0	0	0
经营活动现金流	937	2,227	1,412	2,414	3,067
资本开支	820	371	672	687	702
其它投资现金流	-402	-491	0	0	0
投资活动现金流	-1,222	-863	-672	-687	-702
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	266	-203	-719	0	0
支付股利、利息	218	310	373	391	516
其它融资现金流	-3	-7	100	128	177
融资活动现金流	45	-520	-992	-263	-339
净现金流	11	876	-252	1,464	2,026

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,821	10,140	10,561	13,304	16,565
现金及等价物	3,831	4,578	4,326	5,790	7,816
应收款项	2,110	2,428	2,860	3,574	4,287
存货净额	1,795	1,921	2,162	2,728	3,249
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,085	1,212	1,212	1,212	1,212
长期投资	392	950	950	950	950
固定资产	1,408	1,827	2,281	2,687	3,037
无形资产及其他资产	1,181	1,290	1,290	1,290	1,290
资产总计	11,802	14,207	15,082	18,230	21,841
流动负债	3,753	4,435	3,735	4,694	5,637
短期借款	777	826	108	108	108
应付款项	2,667	3,345	3,363	4,323	5,265
其它流动负债	309	264	264	264	264
非流动负债	984	807	807	807	807
负债合计	4,737	5,242	4,542	5,501	6,443
股本	506	506	506	506	506
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,368	2,354	2,354	2,354	2,354
其他综合收益	3	301	301	301	301
盈余公积	262	262	262	262	262
未分配利润	3,921	5,535	7,117	9,306	11,975
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	7,065	8,965	10,541	12,730	15,398
负债和股东权益合计	11,802	14,207	15,082	18,230	21,841

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	2.48	3.69	3.86	5.10	6.29
每股经营现金流	1.85	4.40	2.79	4.77	6.06
每股红利	0.00	0.00	0.74	0.77	1.02
每股净资产	13.95	17.71	20.82	25.14	30.41
关键运营指标(%)					
ROIC	22.0	30.4	28.6	34.1	38.5
ROE	17.8	20.8	18.6	20.3	20.7
毛利率	31.0	38.5	38.8	39.4	40.2
EBITDA Margin	24.4	32.6	30.8	33.5	34.1
EBIT Margin	22.5	30.6	28.0	30.6	31.0
营业总收入同比增长	10.2	15.9	23.6	21.5	21.1
归母净利润同比增长	42.1	48.5	4.7	32.0	23.4
资产负债率	40.1	36.9	30.1	30.2	29.5
净资产周转率	0.77	0.70	0.74	0.74	0.75
总资产周转率	0.46	0.44	0.52	0.52	0.53
有效税率	14.4	14.7	14.7	14.7	14.7
股息率	0.0	0.0	1.2	1.3	1.7
估值指标(倍)					
P/E	24.4	16.5	15.7	11.9	9.7
P/B	4.4	3.4	2.9	2.4	2.0
EV/Sale	6.0	5.1	4.1	3.3	2.8
EV/EBITDA	24.5	15.7	13.2	10.0	8.1
股本	506	506	506	506	506

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。