

# 浙江鼎力 (603338.SH)

## 公司业绩具有韧性，欧美工业品复苏拐点已至

### 核心观点：

- **公司业绩在复杂多变的外部形势下展现出韧性。** 根据公司业绩快报，25H1 实现收入 43.4 亿元，同比+12%，实现归母净利润 10.5 亿元，同比+27%；其中 25Q2 实现收入 24.4 亿元，同比+1%；实现归母净利润 6.2 亿元，同比+19%；净利率 25.5%，同比+4pct。25Q2 外部环境复杂多变，美国高机需求持续磨底，且美国对中国加征多轮关税。对比两家美国公司，根据 Bloomberg，25Q1 Terex、OSK 高机业务营业收入同比分别-42%、-40%，鼎力在最困难的时候逆周期跑赢竞对。
- **国内高机行业仍在磨底，出租率先回升。** 根据工程机械工业协会，25 年 6 月国内高机销量 7505 台，同比-42%。（1）开工率略有提升，25 年 5 月高机出租率指数同比+3.2%，环比+0.7%；（2）各机型租金仍保持下降趋势，25 年 5 月高机租金价格指数同比-18.9%，环比+1.9%；（3）下游租赁商业绩出现下滑。
- **海外可以更加乐观，欧美需求静待曙光。** 根据工程机械工业协会，25 年 6 月高机出口量 10458 台，同比+23%，创今年以来新高。25Q3 欧洲北美均值得期待，（1）**欧洲：**根据 AEM，欧洲挖机等工业品需求已率先转正，欧洲比美国复苏更快一些，且 24 年下半年欧洲高机双反关税影响出口，基数较低。（2）**美国：**根据 Terex、OSK、URI 官网，25Q2 Terex、OSK 高机业务收入、在手订单已出现拐点，Terex 高机业务新签订单同比+41%；URI 25H1 资本开支稳中有增，车队利用率同比降幅收窄，北美高机需求比预期可能更乐观一些。
- **盈利预测与投资建议：**公司业绩具有韧性，未来随着欧美周期的向上，海外需求可以更加乐观。预计公司 25-27 年实现归母利润 20、23、27 亿元，同比+21%、+16%、+18%，参考可比公司估值，给予公司 25 年 16xPE，对应合理价值 62.15 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**贸易摩擦风险；宏观经济风险；竞争加剧风险。

### 盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,312	7,799	8,559	9,469	10,817
增长率 (%)	15.9%	23.6%	9.7%	10.6%	14.2%
EBITDA	2,036	2,208	2,473	2,853	3,336
归母净利润	1,867	1,629	1,967	2,283	2,686
增长率 (%)	48.5%	-12.8%	20.8%	16.1%	17.7%
EPS (元/股)	3.69	3.22	3.88	4.51	5.31
市盈率 (P/E)	13.9	20.1	12.9	11.1	9.4
ROE (%)	20.8%	16.2%	17.4%	18.4%	19.7%
EV/EBITDA	10.9	12.7	8.0	6.6	5.4

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

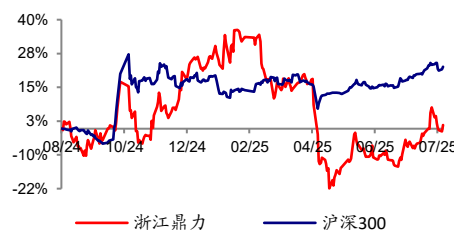
买入

当前价格	50.09 元
合理价值	62.15 元
前次评级	买入
报告日期	2025-08-06

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	506/506
总市值/流通市值 (百万元)	25363/25363
一年内最高/最低 (元)	68.88/39.48
30 日日均成交量/成交额 (百万)	7.77/385.44
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	14.34/-24.05

### 相对市场表现



### 分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

### 分析师：

孙柏阳



SAC 执证号：S0260520080002



021-38003680



sunboyang@gf.com.cn

请注意，孙柏阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

浙江鼎力 (603338.SH):短期 2025-04-18

业绩承压，积极拓展海外新兴

市场

联系人：张智林 021-38003744

gfzhangzhilin@gf.com.cn

## 目录索引

一、外部环境变幻莫测，公司顶住压力实现增长 .....	4
（一）外部环境变幻莫测，美国关税政策大幅波动 .....	4
（二）公司二季度业绩保持增长，彰显经营韧性 .....	5
二、国内：内需依然磨底，开工端出现一些积极信号 .....	7
（一）内需依然磨底，下游租赁商业绩承压 .....	7
（二）各机型租金维持下降通道，25 年以来出租率回升 .....	8
（三）臂式渗透率在提升，相较于欧美仍有空间 .....	9
三、海外：联合租赁上修预期，欧美市场出现曙光 .....	11
（一）北美需求处在低谷，5 月中国高机出口创 25 年以来新高 .....	11
（二）联合租赁上修全年业绩预期，中国工程机械欧美出口连续改善 .....	12
（三）欧美高机市场空间大，鼎力份额仍有提升空间 .....	14
四、投资建议和风险提示 .....	17

## 图表索引

图 1: 22-25 年浙江鼎力美国关税变化 .....	4
图 2: 美国双反关税对比 .....	4
图 3: 24-25 年浙江鼎力欧洲关税变化 .....	5
图 4: 欧洲双反关税对比 .....	5
图 5: 浙江鼎力营业收入及同比 .....	5
图 6: 浙江鼎力营业收入及同比 .....	5
图 7: 浙江鼎力存货及其周转天数 .....	6
图 8: 浙江鼎力毛利率、净利率 .....	6
图 9: 高机内销及同比 .....	7
图 10: 宏信建发 25H1 业绩预期及高机利用率、新增设备数量 .....	8
图 11: 高机出租率指数及同比 .....	9
图 12: 高机租金价格指数及同比 .....	9
图 13: 中国高机总销量结构拆分 .....	9
图 14: 浙江鼎力各类高机均价 .....	10
图 15: 国内外剪刀/臂式市场份额比较 (2022 年) .....	10
图 16: 高机出口及同比 .....	11
图 17: 特雷克斯、豪士科 25Q2 高机业务的营业收入、在手订单出现拐点 .....	12
图 18: 联合租赁设备原值同比及车队利用率 .....	13
图 19: 联合租赁资本开支开始提速 (百万美元) .....	13
图 20: 国内厂商售价和欧美厂商价格对比 (万元/台) .....	14
图 21: 2023 年全球各地区高机市场空间 (亿元) .....	14
图 22: 2023 年欧洲剪刀设备分能源产品结构 .....	15
图 23: 2023 年欧洲臂式设备分能源产品结构 .....	15
图 24: 美国剪刀分能源产品结构情况 .....	15
图 25: 美国臂式分能源产品结构情况 .....	15
图 26: 公司各产品电动化进度 .....	16
图 27: 公司新产线投产情况 .....	16
图 28: 联合租赁及 Herc 在售二手高机情况 (台) & Sunbelt 在租高机各品牌覆盖情况 (种) .....	16
图 29: 25 年以来欧美工业品代表企业股价相对涨幅 (前复权) .....	19
表 1: 联合租赁对 25 年全年业绩预期展望 (截止 25Q2) .....	12
表 2: 中国工程机械出口金额同比 .....	13
表 3: 公司盈利预测 (单位: 百万元) .....	17
表 4: 浙江鼎力归母净利润关税敏感性测算 .....	18
表 5: 可比公司估值表 .....	20

## 一、外部环境变幻莫测，公司顶住压力实现增长

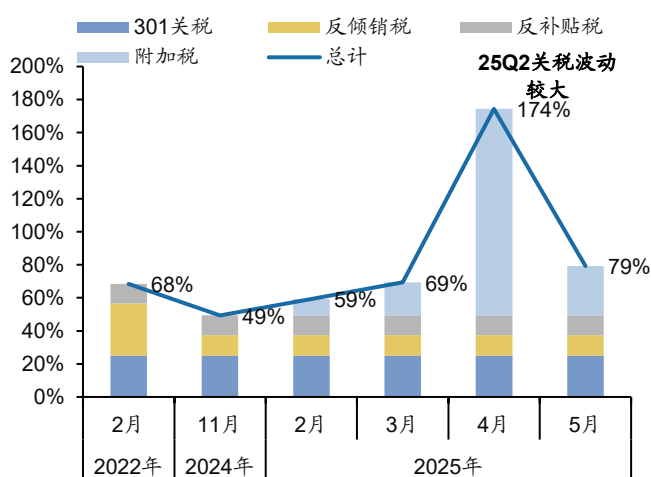
### （一）外部环境变幻莫测，美国关税政策大幅波动

美国关税政策大幅波动，加剧出口不确定性。根据美国商务部、四川省商务部、政府官网、Federal Register 数据，22年至24年，美国对公司产品征收的综合关税整体维持在约68%。24年11月美国商务部公布公司反倾销复审终裁税率12.39%，公司综合税率降至约49%，为近年低点。25年3月和4月，美国连续两次加征10%额外关税，税率重新回升至68%。25年4月9日前后，因临时性惩罚性措施推动综合税率短暂飙升至约145%，公司发货受到影响。25年5月12日，中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》后，部分附加关税取消，综合税率回落至约79%，较去年同期高出约10pct。

公司在欧洲的关税整体呈下降趋势，关税绝对额为行业较低水平。根据商务部、Official Journal of the European Union数据，2023年11月起，欧盟正式对中国高空作业平台产品启动反倾销和反补贴调查，原本零关税的环境被打破。欧盟该税率一经确定将维持五年不变，前期预收的保证金也将按最终税率进行多退少补，为公司中长期在欧布局提供了相对稳定的政策预期。24年上半年，大量中国企业集中向欧洲大量发货以规避潜在政策风险；24年7月起，欧盟开始采取反倾销临时措施，税率为31.30%（以保证金形式预收），但公司在该阶段并未大规模发货，因此实际影响有限。25年4月，欧盟最终确定了20.6%的正式关税（包括反倾销税14.20%和反补贴税6.4%）。

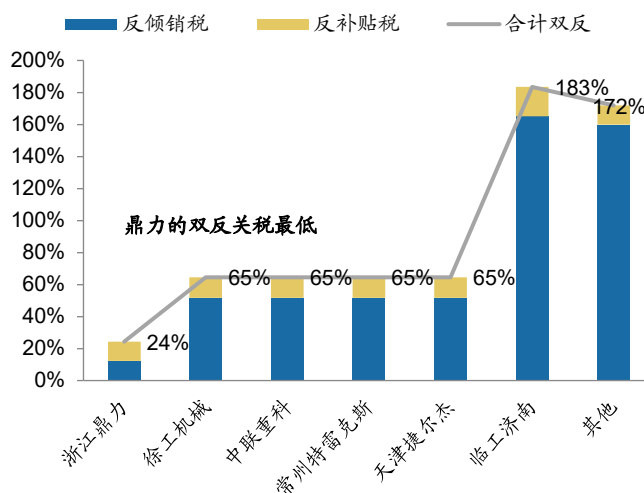
综合来看，公司在欧洲、美国的关税为中国行业内较低水平，未来的看点包括：（1）中美下一次贸易和谈以及潜在的关税变化；（2）欧洲24H1受双反关税影响，行业基数较低，为25年的增长创造条件。

图 1：22-25年浙江鼎力美国关税变化



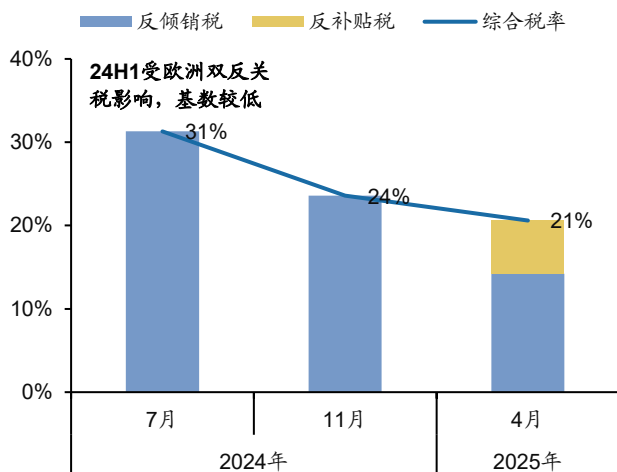
数据来源：美国商务部，四川省商务部，政府官网，Federal Register，广发证券发展研究中心

图 2：美国双反关税对比



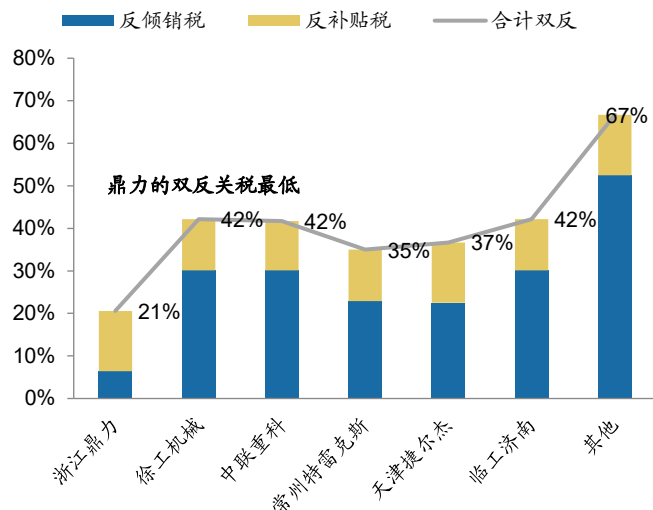
数据来源：美国商务部，Federal Register，广发证券发展研究中心

图 3：24-25年浙江鼎力欧洲关税变化



数据来源：中国商务部, Official Journal of the European Union, 广发证券发展研究中心

图 4：欧洲双反关税对比

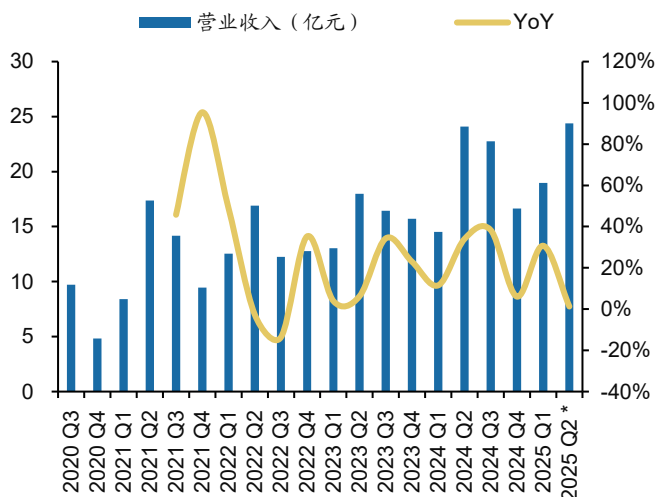


数据来源：中国商务部, Official Journal of the European Union, 广发证券发展研究中心

## （二）公司二季度业绩保持增长，彰显经营韧性

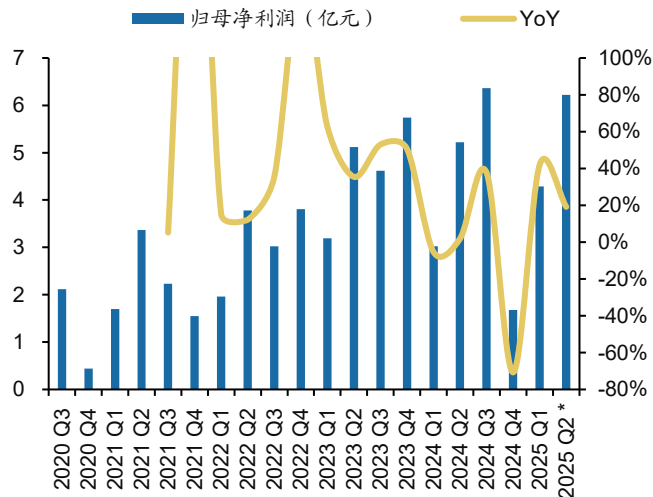
根据公司业绩快报，24H1实现收入43.4亿元，同比+12%，实现归母净利润10.5亿元，同比+27%；其中25Q2实现收入24.4亿元，同比+1%；实现归母净利润6.2亿元，同比+19%；净利率25.5%，同比+4pct。公司充足的海外库存缓解关税风险，同时受益于北美通胀带来的涨价，盈利能力进一步扩张。

图 5：浙江鼎力营业收入及同比



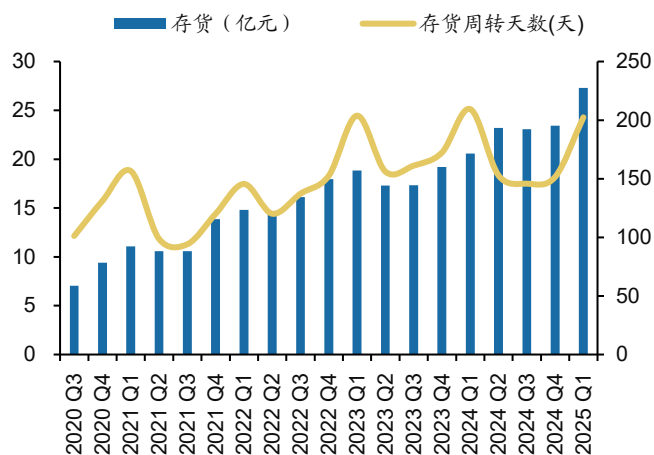
数据来源：Wind, 公司业绩快报, 广发证券发展研究中心  
注：25Q2 业绩为业绩快报披露值

图 6：浙江鼎力营业收入及同比



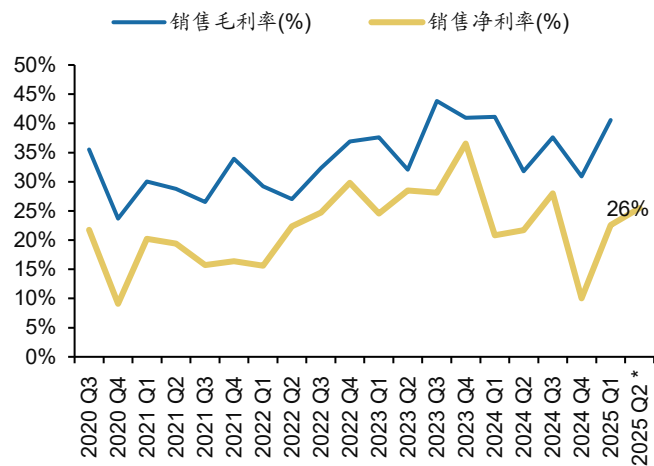
数据来源：Wind, 公司业绩快报, 广发证券发展研究中心  
注：25Q2 业绩为业绩快报披露值

图 7：浙江鼎力存货及其周转天数



数据来源：Wind，公司业绩快报，广发证券发展研究中心

图 8：浙江鼎力毛利率、净利率



数据来源：Wind，公司业绩快报，广发证券发展研究中心

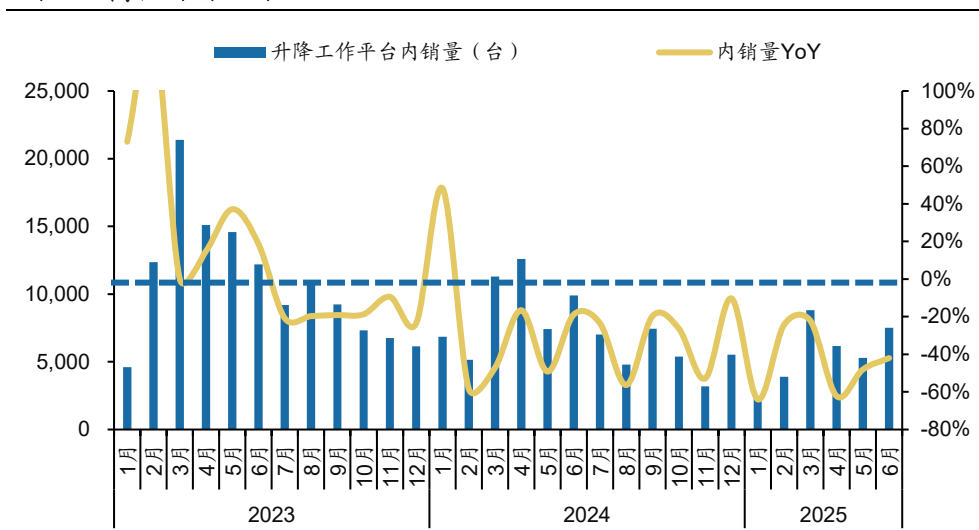
注：25Q2 业绩为业绩快报披露值

## 二、国内：内需依然磨底，开工端出现一些积极信号

### （一）内需依然磨底，下游租赁商业绩承压

根据工程机械协会数据，25年6月国内高机销量7505台，同比-42.1%；25H1国内高机销量36696台，同比-47.2%（修正后）。前几年需求被过度透支，国内高机保有量较高，租赁商宏信建发25H1业绩出现下滑，根据宏信建发业绩快报，25H1收入约为48.7亿元，同比下降约10%；25H1净利润约为2.7亿元，同比下降约80%-90%，主要原因包括：（1）受中国大陆设备运营行业的市场环境所影响，设备租金价格连续下降，受价格因素影响，上半年国内经营性租赁收入及毛利同比呈现下降；（2）宏信建发对中国大陆的材料类业务整体采取主动收缩策略，并于24年下半年至今对材料类资产进行了一定幅度处置，导致本集团工程技术服务收入同比下降。

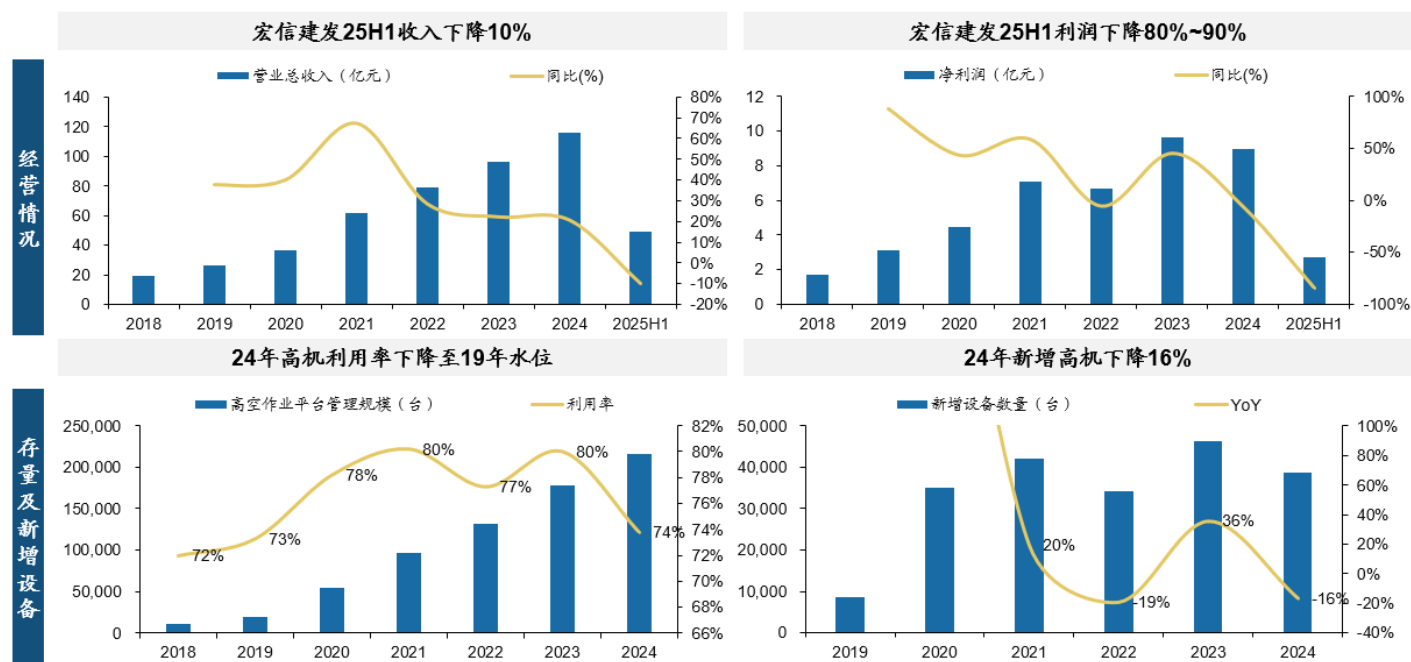
图 9：高机内销及同比



数据来源：工程机械工业协会，广发证券发展研究中心

注：25年4月份协会的统计口径发生变更，之前的数据未做同比修正

图 10: 宏信建发25H1业绩预期及高机利用率、新增设备数量



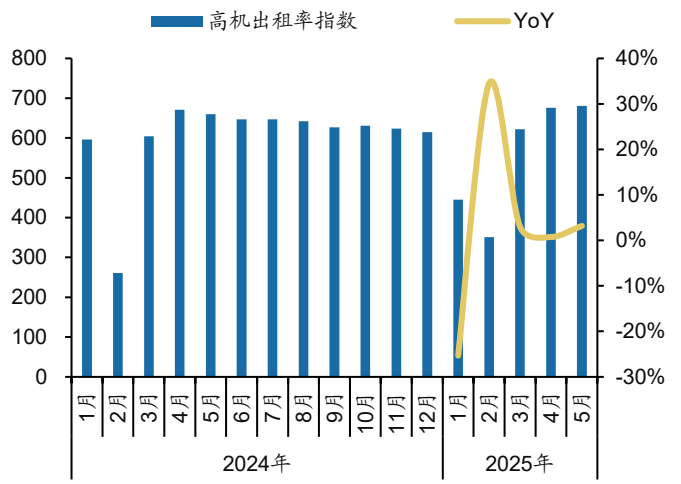
数据来源: 宏信建发业绩快报, 宏信建发财报, 广发证券发展研究中心

## (二) 各机型租金维持下降通道, 25年以来出租率回升

出租率同比涨多跌少, 中型机和大型机开工较好。根据工程机械工业协会数据, 2025年5月升降工作平台出租率指数为681点, 环比微涨0.7%, 同比略涨3.2%。总体看5月份所有机型环比出租率指数有涨有跌, 处于分化状态, 其中<6m机型环比涨幅最大为5.7%, 14~16m机型环比降幅最大, 达到6.0%。2025年5月各机型出租率指数同比涨多跌少, 除≤6m和36~39m机型出租率指数同比出现下降外, 其他机型均处于增长态势, 40m以上机型涨幅最大, 达到19.6%。

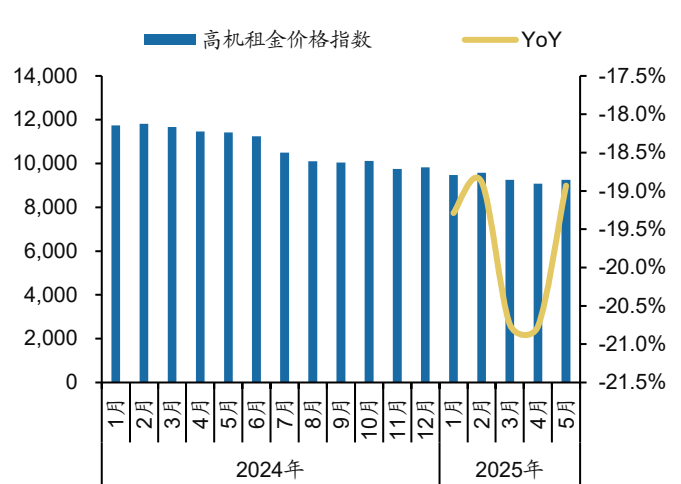
各机型租金维持同比下降趋势, 但环比略增。根据工程机械工业协会数据, 2025年5月升降工作平台租金价格指数环比略涨1.9%, 除14~16m机型环比微降外, 其他机型租金价格指数环比均处于持平和略涨状态, 其中14~16m机型环比下降0.3%, 30~35m机型环比涨幅最大为6.5%。而2025年5月升降工作平台租金价格指数同比下降18.9%, 各机型租金价格指数同比均处在下降态势, 其中30~35m机型同比降幅最小为11.9%, 40m以上机型(含40m)同比降幅最大, 达到24.2%。

图 11: 高机出租率指数及同比



数据来源: 工程机械工业协会, 广发证券发展研究中心

图 12: 高机租金价格指数及同比

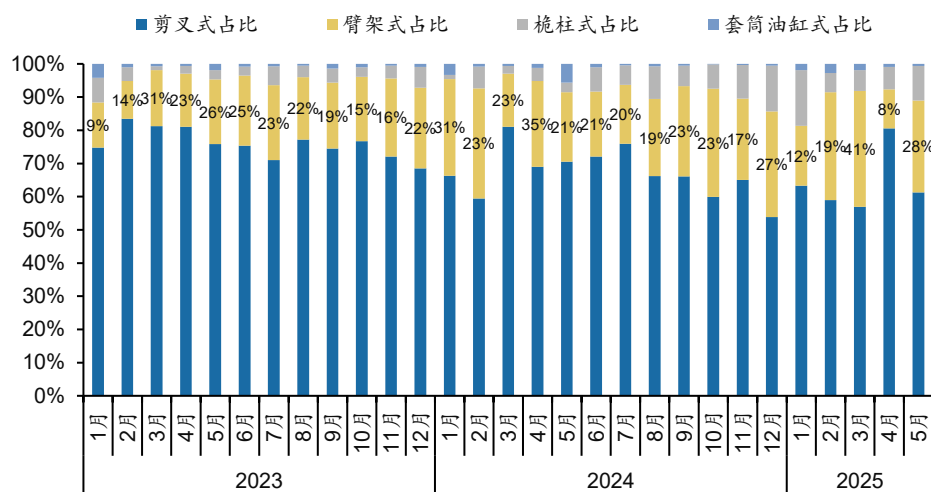


数据来源: 工程机械工业协会, 广发证券发展研究中心

### (三) 臂式渗透率在提升, 相较于欧美仍有空间

高价值量的臂式渗透率提升。根据工程机械行业协会数据, 臂式渗透率从23年初的10%提升至25年5月的28%, 臂式产品通用性更强, 在电网、核电站、石油、高铁、机场、隧道、居民小区等领域很受欢迎。

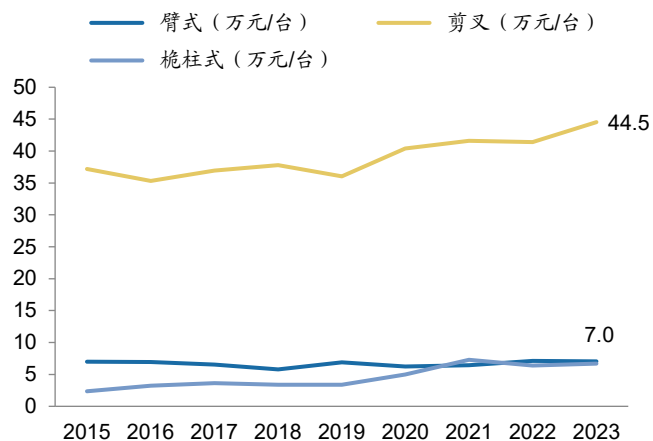
图 13: 中国高机总销量结构拆分



数据来源: 工程机械工业协会, 广发证券发展研究中心

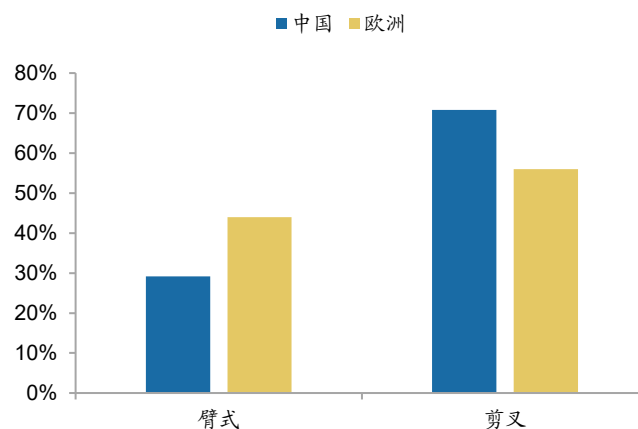
臂式产品价值量高, 国内臂式渗透率相较于欧洲仍有空间。臂式平台更高的作业高度导致臂架截面设计和受力变形等因素更加复杂, 制造难度远大于剪叉式, 单体价格更高。根据浙江鼎力年报, 23年臂式均价44.5万元, 剪叉7.0万元, 是剪叉的6倍以上。目前对比国内仍以剪叉式为主的市场环境, 欧洲臂式应用普及率高, 根据IPAF数据, 23年欧洲臂式出租量占比为43%, 22年占比为44%, 国内相较于欧洲臂式渗透率仍有提升空间。

图 14: 浙江鼎力各类高机均价



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 15: 国内外剪叉/臂式市场份额比较 (2022年)



数据来源: 智研咨询, IPAF report, 广发证券发展研究中心

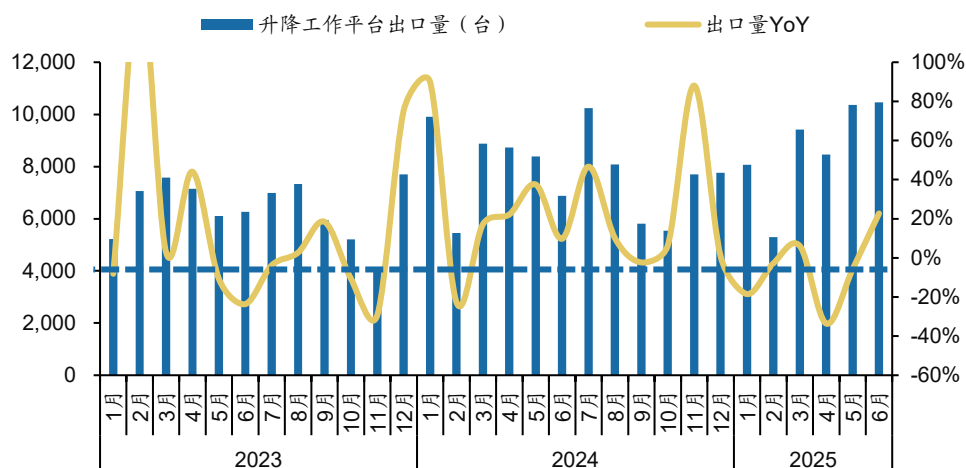
注: 中国数据为销量口径, 欧洲数据为出租量口径

### 三、海外：联合租赁上修预期，欧美市场出现曙光

#### （一）北美需求处在低谷，5月中国高机出口创25年以来新高

根据工程机械协会数据，25年6月中国高机出口量10458台，同比增长22.7%，同比增速创25年以来新高；25H1高机出口55800台（修正后），同比下降12.9%。

图 16：高机出口及同比

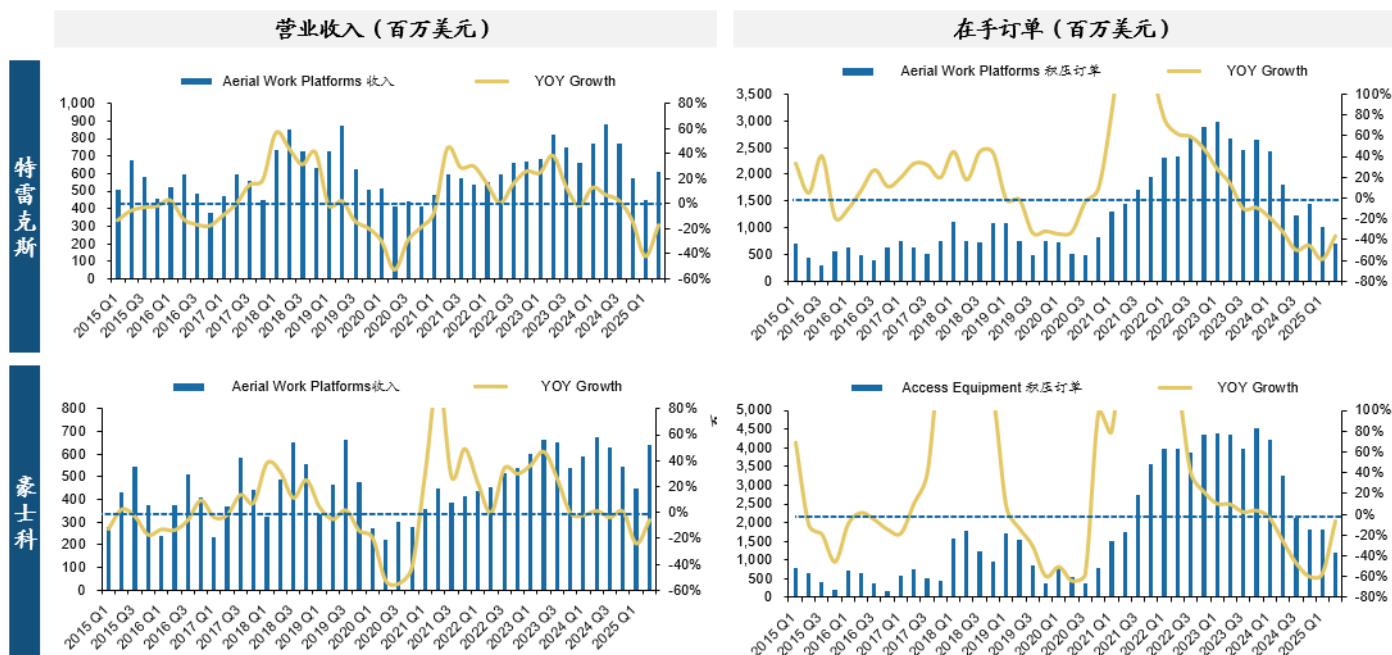


数据来源：工程机械工业协会，广发证券发展研究中心

注：25年4月份协会的统计口径发生变更，之前的数据未做同比修正

根据Bloomberg，特雷克斯、豪士科25Q2高机业务的营业收入、在手订单已出现拐点：（1）特雷克斯：25Q2高机业务（含部分市政设备）收入6.1亿美元，同比-17%（25Q1同比-42%），高机业务（含部分市政设备）在手订单7.1亿美元，同比-36%（25Q1同比-58%）；（2）豪士科：25Q2高机业务收入6.4亿美元，同比-5%（25Q1同比-24%），高机业务（含叉装车）在手订单11.9亿美元，同比-6%（25Q1同比-57%）。

图 17: 特雷克斯、豪士科25Q2高机业务的营业收入、在手订单出现拐点



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 豪士科 Access Equipment 业务包括 Aerial Work Platforms (高机)、Telehandlers (叉装车) 及其他

## (二) 联合租赁上修全年业绩预期, 中国工程机械欧美出口连续改善

根据联合租赁25Q2 Release, 公司将25年全年收入预期下限从156亿美元上修至158亿美元, 上修1%; 调整后的EBITDA下限从72亿美元上修至73亿美元, 上修1%; 除此之外, 经营活动现金流、自由现金流均有上修。联合租赁首席执行官表示“我们对我们的稳健的第二季度业绩感到满意, 这反映出我们上季度所报告的势头仍在持续。我们业绩预期的上修是基于我们在普通租赁和特种业务两方面取得的成长, 并且得到了客户乐观情绪、未交付订单以及我们正带入剩余建筑季节的强劲势头的支撑。”

表 1: 联合租赁对25年全年业绩预期展望 (截止25Q2)

	当前展望 (25Q2)	先前展望	预期变化*
总收入	158~161 亿美元	156~161 亿美元	1%
调整后 EBITDA	73~74.5 亿美元	72~74.5 亿美元	1%
扣除总购置成本后的净租赁资本支出	22~25 亿美元 (扣除总购置成本 36.5 亿~39.5 亿美元)	22~25 亿美元 (扣除总购置成本 36.5~39.5 亿美元)	持平
经营活动的净现金	49~55 亿美元	45~51 亿美元	9%
不包括并购和重组相关的自由现金流	24~26 亿美元	20~22 亿美元	20%

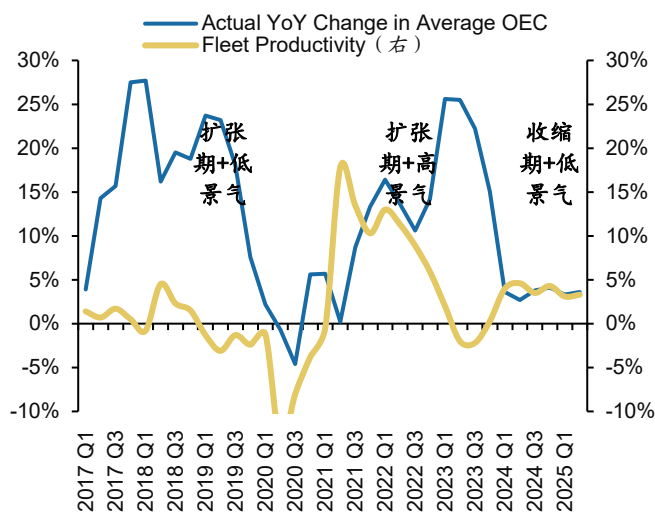
资料来源: 联合租赁财报, 广发证券发展研究中心

注: 预期变化取下限计算

联合租赁有三个指标对行业复苏具有前瞻意义: (1) 租赁设备原值 (OEC) 是存

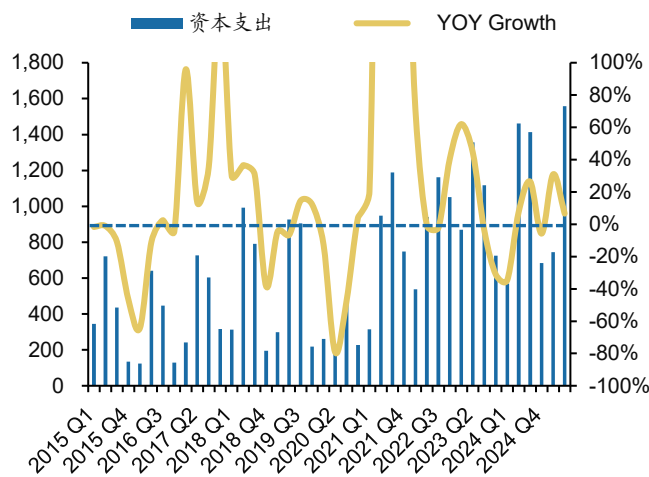
量概念，用于衡量公司总出租设备的保有量，25Q2租赁设备原值同比增速约为4%，略有提升；（2）车队效率（Fleet Productivity）用于衡量出租率和租赁价格的综合影响，25Q2车队效率为3%，环比略增；（3）资本开支25H1整体呈向上趋势。

图 18: 联合租赁设备原值同比及车队利用率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 19: 联合租赁资本开支开始提速 (百万美元)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

根据海关总署数据，25年6月中国对北美、西欧工程机械出口金额同比分别+2%、+28%，北美地区首次转正，欧洲地区连续加速。

表 2: 中国工程机械出口金额同比

	2024		2025						6月	M1-6
	6月	2024	1月	2月	3月	4月	5月			
北美	6%	-6%	10%	-7%	-1%	-16%	-35%	2%	-8%	
东欧	-20%	-3%	29%	-18%	29%	24%	7%	30%	16%	
西欧	-9%	-1%	-2%	-29%	-22%	-9%	11%	28%	-5%	
俄罗斯	-18%	5%	-3%	-34%	-12%	-25%	-26%	-37%	-24%	
大洋洲	34%	-13%	6%	-13%	6%	28%	5%	20%	9%	
非洲	-7%	32%	45%	40%	49%	45%	65%	61%	52%	
南美	30%	19%	17%	30%	-7%	10%	26%	9%	10%	
中东	35%	40%	28%	48%	20%	24%	56%	9%	29%	
中亚	1%	15%	8%	27%	14%	14%	28%	22%	19%	
东亚	-25%	-8%	-1%	-8%	2%	-4%	2%	7%	0%	
南亚	38%	1%	14%	2%	4%	29%	-2%	11%	9%	
东南亚	18%	12%	20%	5%	18%	37%	2%	24%	18%	
总计	7%	9%	15%	-2%	8%	13%	9%	11%	9%	

数据来源: 海关总署, 广发证券发展研究中心

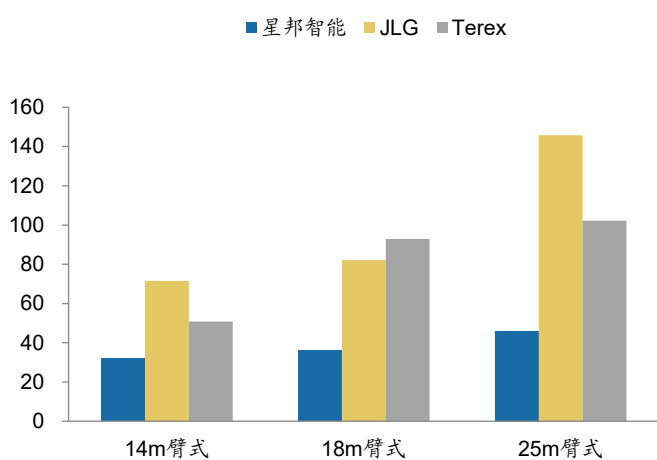
### （三）欧美高机市场空间大，鼎力份额仍有提升空间

#### 1. 逻辑一：海外市场大，综合份额提升

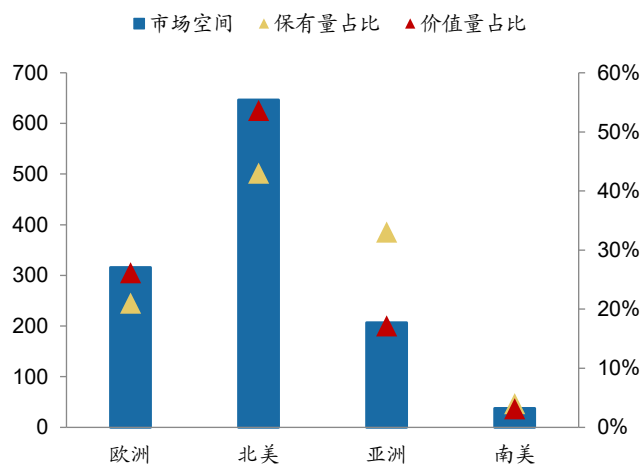
鼎力欧洲市场市占率低，提升空间较大。根据Access International2023年数据，全球前40家高机厂商收入172亿美元，我们将此数据当做全球高机市场空间，约1200亿元人民币。根据IPAF数据，我们测算出欧洲的高机保有量在全球占比约21%，考虑到欧美厂商海外售价比国内厂商价格高出约2-2.7倍，我们测算价值量占比欧洲市场约26%，对应约300亿的市场空间，鼎力去年外销收入约38.4亿元，根据公司2023年5月5日投资者交流记录表，臂式高空作业平台主要出口地区为欧洲，因此假设公司外销40-60%出口到欧洲，考虑到出厂价和销售价差异，对应欧洲的市场份额为5.7%-8.6%，提升空间大。

图 20：国内厂商售价和欧美厂商价格对比（万元/台）

图 21：2023年全球各地区高机市场空间（亿元）



数据来源：星邦官网，Liftstoday，machinerytrader，广发证券发展研究中心



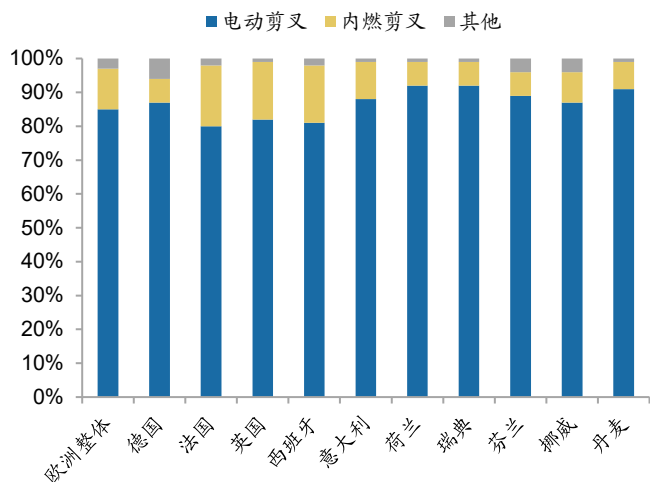
数据来源：Access International，IPAF，广发证券发展研究中心

#### 2. 逻辑二：公司电动产品技术领先，受益于欧美臂式电动化率提升

欧洲臂式电动化带来替换空间。欧洲工程项目技术要求日益增高，设备转向更安全环保的电动臂式是产业升级的必然选择。根据IPAF统计，对比剪叉式设备的高度电动化，2023年欧洲整体臂式电动化程度在45%水平，且各国电动化水平差距较大，如英国臂式设备电动化程度仅28%，目前仍存在大量设备更新空间

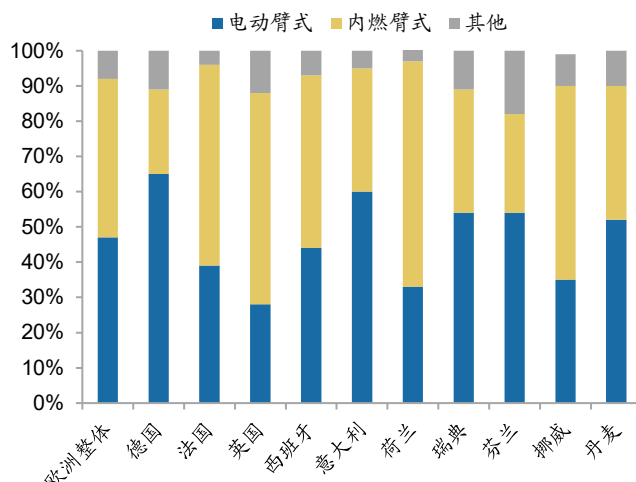
美国剪叉电动化领先欧洲，臂式电动化空间大。根据IPAF数据，美国已实现剪叉电动化多年，23年内燃、电动和其他能源剪叉分别占比5%、93%和3%，17年至今电动化率稳定在90%以上，进展领先欧洲。臂式方面，美国尚处电动化的早期，16-23年平均每年电动化率提升1.6pct，其中，23年电动臂式仅占10%，较欧洲十国减少37pct。预计未来随电动化成为行业共识叠加锂电池成本下降，美国臂式电动化渗透有望加速。

图 22: 2023年欧洲剪叉设备分能源产品结构



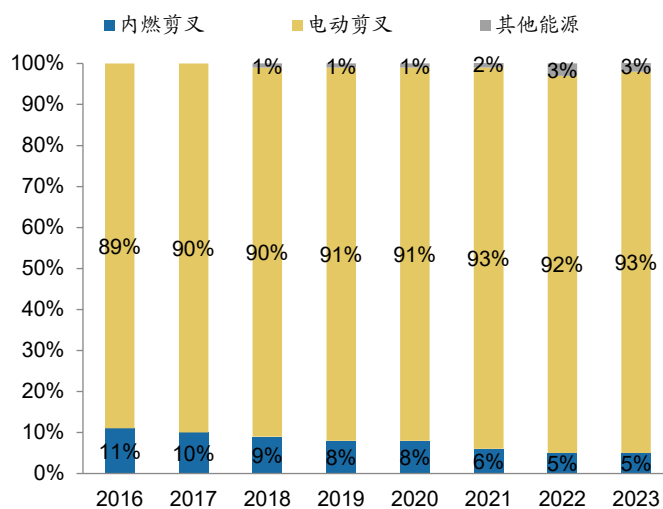
数据来源: IPAF report, 广发证券发展研究中心

图 23: 2023年欧洲臂式设备分能源产品结构



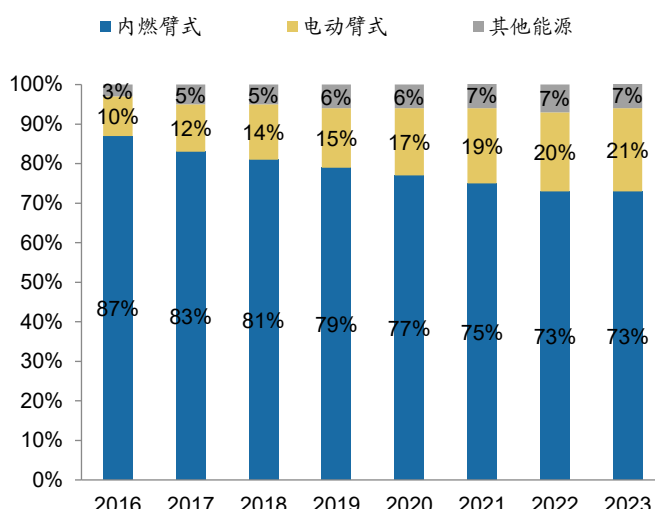
数据来源: IPAF report, 广发证券发展研究中心

图 24: 美国剪叉分能源产品结构情况



数据来源: IPAF report, 广发证券发展研究中心

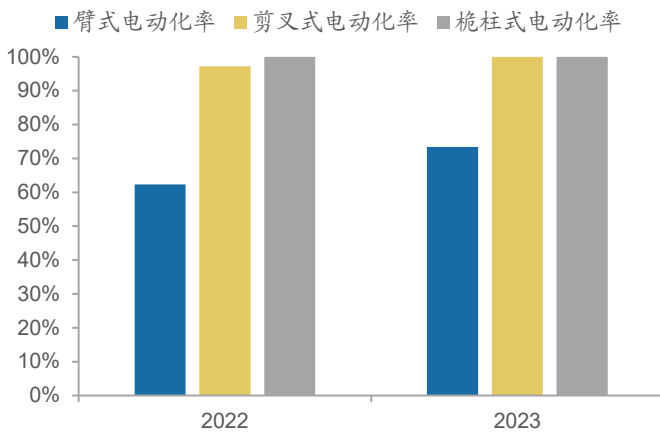
图 25: 美国臂式分能源产品结构情况



数据来源: IPAF report, 广发证券发展研究中心

公司技术加速跟进, 积极投产电动臂式。根据公司年报披露数据, 2021~2023公司臂式产品的电动化率分别为58.2%/62.3%/73.4%。近年来公司针对市场需求, 新增产能向电动化、臂式产品靠拢。根据公司2024年3月公告, 公司最新产线自筹投资资金17亿元, 建设周期36个月, 拟投建年产2万台新能源高空作业平台项目, 达产后预计实现年收入25亿元。

图 26: 公司各产品电动化进度



数据来源: 浙江鼎力年报, 广发证券发展研究中心

图 27: 公司新产线投产情况

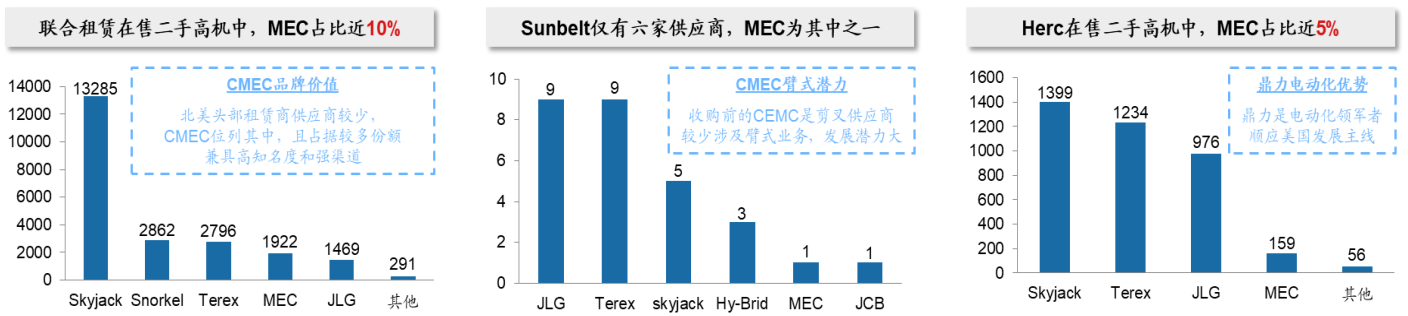
项目	公告时间	投产时间	投资金额	产能
定增四期产线	2017	2020	9.77 亿	3200 台臂式高空作业平台
定增五期产线	2021	2023	22 亿	1500 台智能高位电动臂式高空平台 1000 台车载式绝缘臂高空作业车 1000 台智能高位电动剪叉高空平台 500 台蜘蛛式绝缘臂高空作业车
自筹资金六期产线	2024	2027	17 亿	20000 台新能源高空作业平台

数据来源: 浙江鼎力年报及公告, 广发证券发展研究中心

### 3. 逻辑三: 公司与北美CMEC品牌协同赋能

**CMEC品牌叠加鼎力电动化优势, 助力其扩张美国市场。**渠道及品牌方面, 鼎力选择收购CMEC, 并借助旗下MEC品牌开拓美国市场。MEC品牌知名度高, 是北美三大头部租赁商的核心供应商之一。联合租赁在售二手高机为22625台, 其中MEC产品为1922台, 占比8.5%, 位列第四。Sunbelt在租赁的高机共有十五种, 仅有六家供应商, MEC供应一种。Herc在售二手高机3824台, 其中MEC产品为159台, 占比4.2%, 位列第四。电动化优势方面, 鼎力电动化发展起步早, 是该领域的领军者。截止23年底, 鼎力已实现剪叉和桅柱产品的100%电动化率, 并且将臂式电动化率提升至73.36%, 同比+11.07pct。预计随美国臂式电动化进程加快, 鼎力成为主要受益者。

图 28: 联合租赁及Herc在售二手高机情况 (台) & Sunbelt在租高机各品牌覆盖情况 (种)



数据来源: 各公司官网, 广发证券发展研究中心

## 四、投资建议和风险提示

### (一) 盈利预测

**1. 剪叉式高空平台：**公司剪叉平台类产品国内出货量较大，且可以供给海外客户，预计未来销量将保持稳健增长。公司2024年剪叉平台实现收入36亿元，毛利率36%。预计25-27年剪叉平台收入同比增长4%/9%/14%，预计随着行业回暖盈利能力逐步提升，未来三年毛利率预计为35%/36%/36%。

**2. 桅柱式高空平台：**桅柱式产品主要供给超市、仓库等场景，公司不同型号产品仍在扩展，海外市场陆续开拓中。公司24年桅柱平台实现收入8亿元，毛利率39%。预计随着新产品陆续推出，叠加结构变动，价格有上行的趋势。预计25-27年收入同比增长13%/18%/2.6%，预计毛利率将保持相对稳定，预计25-27年为38%/39%/39%。

**3. 臂式高空平台：**公司臂式平台各系列产品布局完善，电动化程度领先，目前已实现欧洲放量，未来在美国市场提升潜力较大。公司24年臂式产品实现收入30亿元，毛利率30%。预计臂式产品将随着海外占比提升、出货量增加带来更好的规模效益等，毛利率将有所提升。预计25-27年收入同比增长20%/14%/16%，预计25-27年毛利率为30%/32%/33%。

**结论：**预计公司25-27年营业收入为**86、95、108亿元**，同比增速**+10%、+11%、+14%**。

表 3：公司盈利预测（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>合计</b>					
收入	6312	7799	8559	9469	10817
YoY	16%	24%	10%	11%	14%
成本	3882	5066	5622	6129	6942
毛利	2430	2733	2938	3340	3875
毛利率(%)	38%	35%	34%	35%	36%
<b>1. 剪叉式高空作业平台</b>					
收入	3010	3444	3580	3899	4439
YoY	-9%	14%	4%	9%	14%
销量(台)	42823	37023	38874	42762	49176
均价(万元/台)	7.0	9.3	9.2	9.1	9.0
成本	3010	3444	3580	3899	4439
毛利	1798	2221	2327	2515	2841
毛利率(%)	40%	36%	35%	36%	36%
<b>2. 桅柱式高空作业平台</b>					
收入	504	772	819	928	1099
YoY	5%	53%	6%	13%	18%
销量(台)	7533	9709	10194	11214	12896
均价(万元/台)	6.7	8.0	8.0	8.3	8.5
成本	285	472	508	570	670
毛利	219	300	311	357	429
毛利率(%)	43%	39%	38%	39%	39%
<b>3. 臂式高空作业平台</b>					

收入	2446	2956	3533	4015	4653
YoY	68%	21%	20%	14%	16%
销量(台)	5492	6516	6934	7477	8159
均价(万元/台)	44.5	45.4	51.0	53.7	57.0
成本	1789	2063	2473	2730	3117
毛利	657	893	1060	1285	1535
毛利率(%)	27%	30%	30%	32%	33%
<b>4. 其他业务</b>					
收入	352	627	627	627	627
YoY	62%	78%	0%	0%	0%
成本	100	310	314	314	314
毛利	252	317	314	314	314
毛利率	71%	51%	50%	50%	50%

数据来源: wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

根据图1, 随着美国双反调查的结束, 浙江鼎力在美国市场承担的关税由24年11月之前的68%下降至49%, 25年1-5月, 中美关税经过多轮博弈后浙江鼎力的综合关税提高至79%, 因此24-25年浙江鼎力美国的关税的边际变化在10%左右。考虑到中美关税的不确定性, 对公司的归母净利润做敏感性测算:

(1) 假设公司北美收入占比约为35%-40%;

(2) 考虑到终端涨价传导、公司海外仓提前备库以及控股子公司CMEC的海外库存, 公司对关税承担的比例并非为全部, 假设考虑备库和涨价影响后的公司关税承担比例为5%-30%;

(3) 以25年7月初的水平看, 浙江鼎力美国关税同比增加约为10pct, 假设公司25年相较于24年的关税同比增加值为0-30pct。

**结论: 在中性假设下, 公司的25年归母净利润为19.7亿元, 在最悲观假设下, 公司归母净利润相较于原有预期下滑13%, 影响可控。**

表 4: 浙江鼎力归母净利润关税敏感性测算

公司 25 年归母净利润 (亿元)	考虑备库影响后公司关税承担比例					公司 25 年净利润相较于原有预期变化	考虑备库影响后公司关税承担比例				
	5%	10%	20%	25%	30%		5%	10%	20%	25%	30%
0%	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	0%	4%	4%	4%	4%	4%
5%	20.4	20.3	20.1	20.0	19.9	5%	3%	3%	2%	1%	1%
10%	20.3	20.1	19.7	19.6	19.4	10%	3%	2%	0%	-1%	-2%
20%	20.1	19.7	19.0	18.7	18.3	20%	2%	0%	-4%	-5%	-7%
30%	19.9	19.4	18.3	17.8	17.2	30%	1%	-2%	-7%	-10%	-13%

资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## (二) 投资建议

回顾本轮周期, 这一轮欧美工业品去库存, 从23Q3开始, 25Q1见底, 有许多宏观指标和微观指标可以作证。鼎力的产品是非常典型的工业品属性, 终端需求周期+

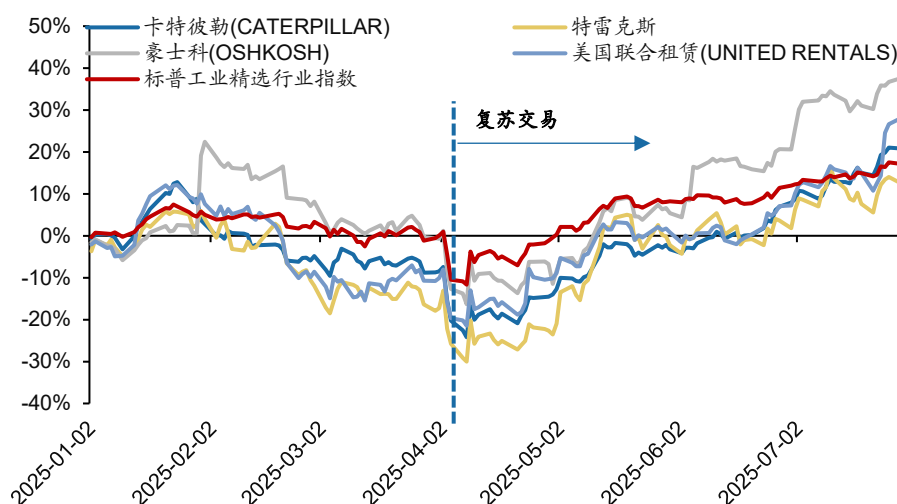
库存周期扰动。根据我们在报告《内销复苏扩散，出口可以更加乐观》，目前北美挖机增速目前已经逐步收窄，欧洲挖机销量已于25M4已经转正；挖机一般处在施工的前瞻，挖机数据的好转算是欧美工业品复苏的一个前瞻信号。

库存扰动对业绩的担忧也已有充分体现。浙江鼎力在贸易摩擦之后股价承压，市场主要有两个担忧：（1）业绩的波动，公司Q2收入、利润的增长已经体现出业绩端的韧性；（2）业绩的持续性，即欧美的终端需求，25Q1特雷克斯、豪士科高机业务在手订单、收入仍处在下降通道，25Q2联合租赁公布财报，上修全年业绩指引，且车队利用率、租赁设备原值等指标环比恢复，目前卡特彼勒、小松、联合租赁、特雷克斯、豪士科等反映北美工业品需求的股票自4月以来接近历史新高，亦反映了欧美复苏交易。

欧美的高关税进一步加快了供给格局的重塑。高机在欧美均遇到双反调查，但公司25Q1海外毛利率依然达到41%，得益于极优异的成本管控及海外高端化路线。一方面，关税的影响已在前期股价里充分反应；另一方面，公司在欧洲、北美双反关税是国内最低，对于出海格局上形成一定保护。

总而言之，目前关税充分预期、海外库存有望见底回升，海外可以更乐观一点。

图 29：25年以来欧美工业品代表企业股价相对涨幅（前复权）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：复盘基点为24年12月31日

### （三）估值分析

根据Wind，24年浙江鼎力海外收入占比超过70%，是典型的出口链企业，可比公司包括春风动力、巨星科技、三一重工，三家企业24年的海外收入占比分别为72%、95%、62%。其一，浙江鼎力的北美收入占比较高，受北美关税影响，浙江鼎力的估值水平应低于春风动力、三一重工；其二，浙江鼎力在北美销售以自有品牌为主，估值应高于代工业务占比较高的巨星科技。参考公司业绩增速及可比公司估值，给予公司25年16xPE，对应合理价值62.15元/股，维持“买入”评级。

表 5: 可比公司估值表

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	收盘价	净利润 (百万元)			PE 估值水平		
					2023A	2024A	2025E	2023A	2024A	2025E
春风动力	603129.SH	摩托车出口	343	226.80	1,008	1,472	1805	34	23	19
巨星科技	002444.SZ	手工具出口	379	32.18	1,692	2,304	2753	22	16	14
三一重工	600031.SH	挖机出口	1,669	19.64	4,527	5,975	8508	37	28	20

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 数据截止 25 年 8 月 5 日

## (四) 风险提示

### 1. 贸易摩擦风险

全球贸易保护主义抬头, 中美及多国间关税壁垒持续升级, 叠加地缘政治冲突加剧供应链不确定性, 机械行业作为全球化程度高、产业链长、出口依存度显著的领域, 将面临关税冲击。

### 2. 宏观经济风险

全球地缘政治冲突不断, 发达经济体的通胀水平居高不下, 世界经济的发展出现了前所未有的压力和不确定性。机械行业下游广泛, 涉及多个与民生息息相关的行业与经济部门, 机械行业整体需求与宏观经济变化紧密相关, 若国内和海外宏观经济波动, 可能会对机械产品的需求增速造成影响。

### 3. 竞争加剧风险

虽然全球机械行业已经历经多轮周期波动, 但竞争情况依旧激烈, 尤其是在低附加值领域。随着东南亚、印度等后发国家的成本优势逐渐体现, 中国在低附加值行业领域的竞争力存在被削弱的可能。如果未来这些国家的供应链逐渐完善, 将进一步导致机械行业的竞争强度加大, 中国机械行业的相对优势削弱, 对企业的盈利与现金流水平造成影响。

## 资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产总额</b>	<b>10,140</b>	<b>11,365</b>	<b>12,718</b>	<b>13,878</b>	<b>15,380</b>
货币资金	4,397	5,078	5,995	6,788	7,753
应收及预付	2,398	2,356	2,614	2,812	3,063
存货	1,921	2,342	2,577	2,724	2,989
其他	1,424	1,589	1,533	1,554	1,576
<b>非流动资产总额</b>	<b>4,067</b>	<b>3,988</b>	<b>4,069</b>	<b>4,317</b>	<b>4,532</b>
长期股权投资	332	0	0	0	0
固定资产	1,613	1,800	1,958	2,081	2,171
在建工程	215	58	58	58	58
使用权资产	13	51	51	51	51
无形资产	389	784	809	834	859
其他	1,505	1,295	1,193	1,293	1,393
<b>资产总额</b>	<b>14,207</b>	<b>15,354</b>	<b>16,787</b>	<b>18,196</b>	<b>19,912</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>4,435</b>	<b>4,523</b>	<b>4,803</b>	<b>5,170</b>	<b>5,728</b>
短期借款	108	110	100	100	100
应付及预收	2,996	3,184	3,504	3,821	4,329
其他	1,332	1,228	1,199	1,249	1,299
<b>非流动负债总额</b>	<b>807</b>	<b>793</b>	<b>700</b>	<b>600</b>	<b>550</b>
长期借款	493	378	300	200	150
应付债券	0	0	0	0	0
其他	313	415	400	400	400
<b>负债总额</b>	<b>5,242</b>	<b>5,316</b>	<b>5,503</b>	<b>5,770</b>	<b>6,278</b>
股本	506	506	506	506	506
其他	8,459	9,529	10,775	11,916	13,125
归母权益合计	8,965	10,035	11,281	12,423	13,631
少数股东权益	0	3	3	3	3
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,207</b>	<b>15,354</b>	<b>16,787</b>	<b>18,196</b>	<b>19,912</b>

## 利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>6,312</b>	<b>7,799</b>	<b>8,559</b>	<b>9,469</b>	<b>10,817</b>
营业成本	3,882	5,066	5,622	6,129	6,942
营业税金及附加	33	48	51	57	65
销售费用	232	254	257	265	292
管理费用	141	225	223	237	249
研发费用	220	256	257	284	325
财务费用	-245	-92	-92	-113	-133
资产减值损失	0	-7	-5	-5	-5
公允价值变动收益	-37	-108	0	0	0
投资收益	92	-18	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2,175</b>	<b>1,936</b>	<b>2,287</b>	<b>2,655</b>	<b>3,124</b>
营业外收支	-1	2	0	0	0
利润总额	2,174	1,938	2,287	2,655	3,124
所得税费用	307	309	320	372	437
<b>合并净利润</b>	<b>1,867</b>	<b>1,629</b>	<b>1,967</b>	<b>2,283</b>	<b>2,686</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>1,867</b>	<b>1,629</b>	<b>1,967</b>	<b>2,283</b>	<b>2,686</b>
EPS (元/股)	3.69	3.22	3.88	4.51	5.31

## 现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2,227</b>	<b>1,917</b>	<b>2,218</b>	<b>2,619</b>	<b>3,073</b>
合并净利润	1,867	1,629	1,967	2,283	2,686
折旧摊销	135	213	262	296	330
营运资金变动	216	-16	-79	10	31
其他	0	0	-12	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-863</b>	<b>-179</b>	<b>-447</b>	<b>-570</b>	<b>-570</b>
资本性开支	-371	-356	-450	-450	-450
投资	-499	399	72	-100	-100
其他	8	-222	-69	-20	-20
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-520</b>	<b>-997</b>	<b>-908</b>	<b>-1,256</b>	<b>-1,538</b>
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	-203	-318	-162	-100	-50
股利分配与偿付利息	-310	-665	-805	-1,156	-1,488
其他	-7	-14	59	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>876</b>	<b>736</b>	<b>863</b>	<b>793</b>	<b>965</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>3,520</b>	<b>4,397</b>	<b>5,132</b>	<b>5,995</b>	<b>6,788</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>4,397</b>	<b>5,132</b>	<b>5,995</b>	<b>6,788</b>	<b>7,753</b>

## 主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	15.9%	23.6%	9.7%	10.6%	14.2%
营业利润增长率	49.0%	-11.0%	18.1%	16.1%	17.7%
归母净利增长率	48.5%	-12.8%	20.8%	16.1%	17.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.5%	35.0%	34.3%	35.3%	35.8%
净利率	29.6%	20.9%	23.0%	24.1%	24.8%
ROE	20.8%	16.2%	17.4%	18.4%	19.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.9%	34.6%	32.8%	31.7%	31.5%
有息负债率	4.2%	3.2%	2.4%	1.6%	1.3%
流动比率	2.3	2.5	2.6	2.7	2.7
利息保障倍数	98.9	185.2	123.5	182.0	272.0
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.8	3.3	3.3	3.4	3.6
存货周转率	2.0	2.2	2.2	2.3	2.3
应付账款周转率	2.4	3.3	3.3	3.3	3.3
<b>每股指标</b>					
每股收益	3.69	3.22	3.88	4.51	5.31
每股净资产	17.71	19.82	22.28	24.53	26.92
每股经营现金流	4.40	3.79	4.38	5.17	6.07
<b>估值比率</b>					
PE	13.9	20.1	12.9	11.1	9.4
PB	2.9	3.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	10.9	12.7	8.0	6.6	5.4

## 广发机械行业研究小组

代川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。

孙柏阳：首席分析师，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

朱宇航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

汪家豪：资深分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

范方舟：资深分析师，中国人民大学国际商务硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

王宁：资深分析师，北京大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

蒲明琪：资深分析师，纽约大学计量金融硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

黄晓萍：高级分析师，复旦大学金融硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

张智林：高级研究员，同济大学建筑学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。