

# 设备租赁聚焦平台化运营， 算力服务打造新增长曲线

## 核心观点

公司于 2019 年切入高空作业平台租赁平台，创设“大黄蜂”品牌，已覆盖超过 600 个城市，对全国基本实现全覆盖，位居行业前列。公司设备租赁平台向多品类转型，将租赁设备拓展至载重无人机、叉车、房车等品类，资产规模快速扩大。公司于 2024 年 5 月宣布投资建设智算中心，切入算力租赁领域，受人工智能快速发展和应用算力租赁市场规模快速增长，公司已累计签订算力服务合同达 66.7 亿元，有望打造新增长曲线。

## 摘要

打造设备租赁平台，线上+线下模式成熟，并向多品类拓展。公司于 2019 年切入高空作业平台租赁平台，同时开展线下网点建设，截至 2024 年末合计建设了 370 个线下网点（含轻资产运营的 25 个网点），创设“大黄蜂”品牌，已覆盖超过 600 个城市，对全国基本实现全覆盖。截至 2024 年年末，公司总管理规模已经达到 16.8 万台，较上年增长了 38.8%，市场占有率达 25.1%，已经具备领先的市场地位和规模优势。围绕核心客群，公司正借由渠道和服务网点向叉车、无人机、消费级房车等多品类拓展。

海南国资控股赋能，融资成本优势明显，探索新融资模式。2024 年海南海控以 20 亿元收购 14.0% 股权并控股，公司也完成民企向国企的转变。国资入股以来公司建设了海南区域总部，与海南本地企业联动建设算力等设施，总额超百亿元。并购以来融资成本显著下降，发行两期债券利率分别为 2.9% 和 2.66%，极大增强了公司在融资成本方面的竞争力。公司也积极探索多元融资方式，近年来规模扩张多通过融资租赁和轻资产模式实现，减轻现金流压力，拟在新加坡交易所上市。公司 7 月发行了“黄蜂哥” NFT，与上海数交所开启设备租赁 RDA 合作，探索区块链技术与设备租赁相结合。

布局算力构建业务新增长曲线。2024 年 5 月宣布投资建设智算中心，首批投资 10 亿元，主要为互联网公司提供算力服务，截至 2025 年一季度末，公司累计签订算力服务合同 66.7 亿元，其中一季度单季度新增 42 亿元，完成算力资产交付近 9 亿元。

维持买入评级，目标价 14.59 元。我们预测公司 2025-2027 年 EPS 为 0.35/0.47/0.66 元，给予买入评级，根据可比公司给予 40X 的 PE 估值，对应目标价格 14.59 元。

## 海南华铁 (603300.SH)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

曹恒宇

caohengyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524080006

发布日期：2025 年 08 月 23 日

当前股价：11.08 元

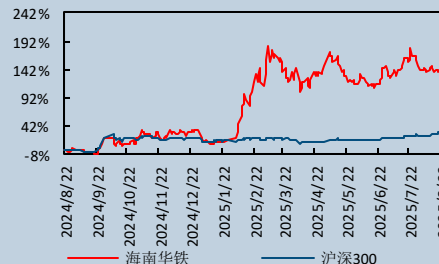
目标价格 6 个月：14.59 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-6.73/-14.21	5.83/-7.11	142.45/108.52
12 月最高/最低价 (元)			12.83/4.16
总股本 (万股)			199,065.06
流通 A 股 (万股)			199,065.06
总市值 (亿元)			220.56
流通市值 (亿元)			220.56
近 3 月日均成交量 (万)			19778.19
主要股东			
海南海控产业投资有限公司			13.82%

### 股价表现



### 相关研究报告

## 目录

一、设备租赁龙头平台化运营成效显著，持续向多品类拓展.....	1
1.1 设备租赁市场龙头，规模和经营效率领先.....	1
1.2 轻资产模式拓展成效显著，持续向多品类拓展.....	5
二、国资控股赋能融资优势明显，公司治理激励优化引领提质增效.....	7
2.1 国资控股赋能，探索多元融资方式和轻资产模式.....	7
2.2 常态化股权激励，重视人才梯队建设.....	9
2.3 经营质量较优，应收账款控制良好.....	10
三、国内算力市场爆发，公司积极布局构建新业务成长曲线.....	13
四、盈利预测与投资建议.....	17
4.1 盈利预测：预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.35/0.47/0.66 元.....	17
4.2 投资建议：给予“买入”评级，目标价 14.59 元.....	18
风险分析.....	18
报表预测.....	20

## 图目录

图 1:公司高空作业车平台数量快速增长.....	1
图 2:公司高空作业平台业务规模快速增长.....	1
图 3:2019-2024 公司营收快速增长.....	1
图 4:2019-2024 公司归母净利润情况.....	1
图 5:全国高空作业平台保有量快速增长.....	2
图 6:高坠是施工安全事故最主要来源.....	2
图 7:美国高空作业平台设备租赁规模.....	2
图 8:欧洲十国高空作业平台设备租赁规模.....	2
图 9:公司市占率情况.....	3
图 10:全国高空作业平台出租情况.....	3
图 11:大黄蜂租赁平台及部分设备.....	4
图 12:公司商业模式示意.....	4
图 13:2024 年公司营收拆分.....	5
图 14:2024 年公司毛利拆分.....	5
图 15:公司线下网点数快速扩张.....	5
图 16:公司高空作业平台平均出租率变化.....	5
图 17:“华铁大黄蜂”小程序.....	6
图 18:公司经营租赁规模扩张.....	6
图 19:公司拓展的叉车和载重无人机品类.....	6
图 20:公司股权结构，海南海控为控股股东（截至 2025 年 8 月 22 日）.....	7
图 21:公司融资成本下降.....	8
图 22:因规模扩张，资产负债率同步上升.....	8
图 23:蚂蚁数科 MaaS 模组及功能.....	8

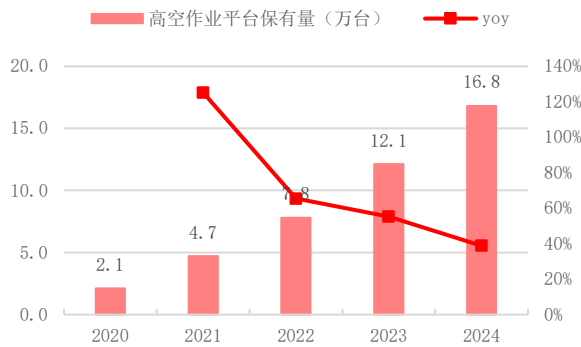
图 24:公司轻资产运营规模快速增长 .....	9
图 25:公司融资租赁和转租赁规模 .....	9
图 26:公司股权激励营收目标达成情况 .....	10
图 27:公司股权激励净利润目标达成情况 .....	10
图 28:公司毛利率下降, 但仍有优势 .....	10
图 29:公司净利率趋势 .....	10
图 30:公司 ROE 趋势 .....	11
图 31:公司现金流情况 .....	11
图 32:公司减值/利润占比稳定 .....	11
图 33:公司 2024 年账龄结构 .....	11
图 34:公司应收账款周转天数保持平稳 .....	12
图 35:公司应收账款结构更为分散 .....	12
图 36:我国智能算力爆发式增长 .....	13
图 37:通用算力规模增速 .....	13
图 38:海外 CSP 厂商资本开支情况 (百万美元) .....	14
图 39:国内 CSP 厂商资本开支情况 (百万美元) .....	14
图 40:我国算力租赁市场规模快速增长 .....	15
图 41:我国算力租赁市场行业集中度 .....	15
图 42:我国算力租赁市场格局 .....	15

## 一、设备租赁龙头平台化运营成效显著，持续向多品类拓展

### 1.1 设备租赁市场龙头，规模和经营效率领先

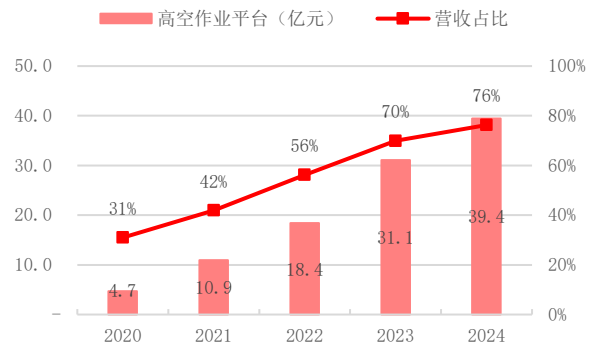
2019 年切入高空作业平台设备租赁市场，具有优势地位。公司最早从事建筑支护租赁业务，2019 年起建立“大黄蜂”品牌并进军高空作业平台租赁业务，主要包括各类直臂曲臂和剪叉作业平台，下游客户除传统的建筑施工外，设备安装、城市运营、广告布展等需求也影响设备租赁情况。截至 2024 年年末，公司总管理规模已经达到 16.8 万台，较上年增长了 38.8%，实现营收 39.4 亿元，较上年增长 26.7%，营收占比为 76%，市场占有率达 25.1%，已经具备领先的市场地位和规模优势，与市占率 47.2% 的宏信建发形成双龙头局面。

图 1:公司高空作业车平台数量快速增长



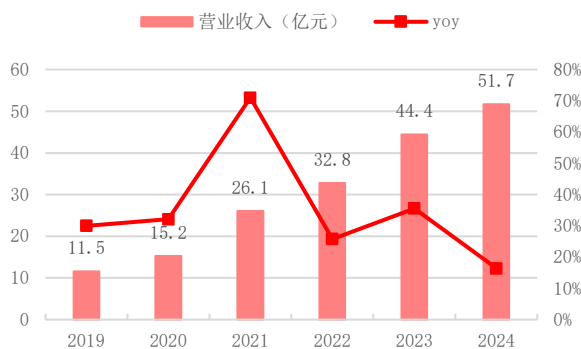
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 2:公司高空作业平台业务规模快速增长



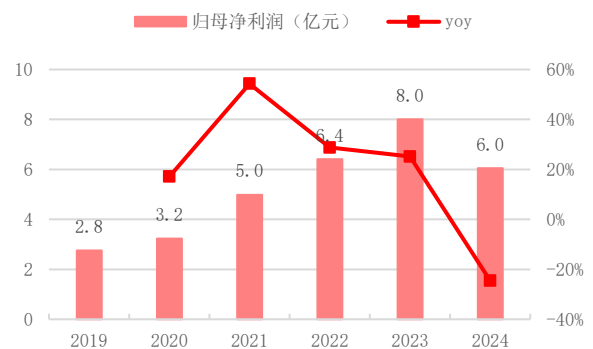
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 3:2019-2024 公司营收快速增长



数据来源：公司公告，中信建投证券

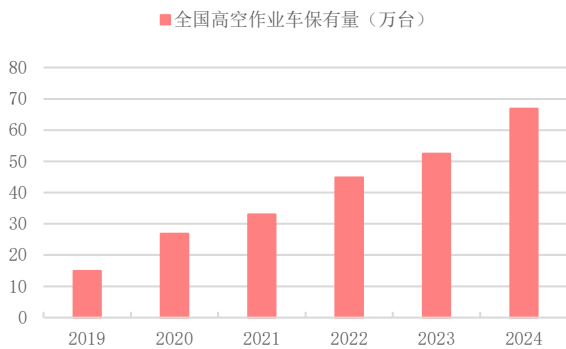
图 4:2019-2024 公司归母净利润情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

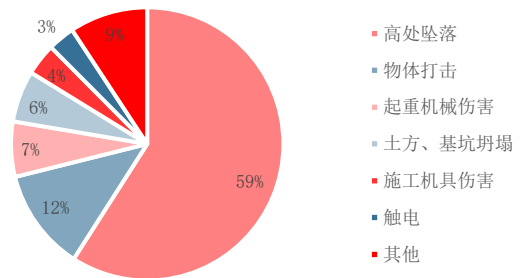
我国高空作业平台需求不断增长，设备租赁是全球主流商业模式。高空作业平台指为满足离地2m以上作业而设计制造的工作平台，根据机械结构差异分为剪叉式、臂式等多种类型，应对低中高不同的作业高度需求。和传统的登高梯、脚手架、吊篮相比，高空作业平台具有可移动、灵活性强、安全性好的优点，根据住建部统计，2020年全国房屋市政工程生产安全事故中59%的事故来自于高处坠落，高空作业平台的广泛应用可以有效减少相关生产事故的发生。高空作业平台可以用于建筑施工、展馆布置、仓储物流、市政维护、园林维护等高空作业场景。目前我国处于市场高速增长期，截至2024年末设备保有量已达66.9万台，人均保有量达到4.75台/万人，距离欧美等国家保有密度尚有较大差距。

图 5:全国高空作业平台保有量快速增长



数据来源: IPAF, 华经产业研究院, 中信建投证券

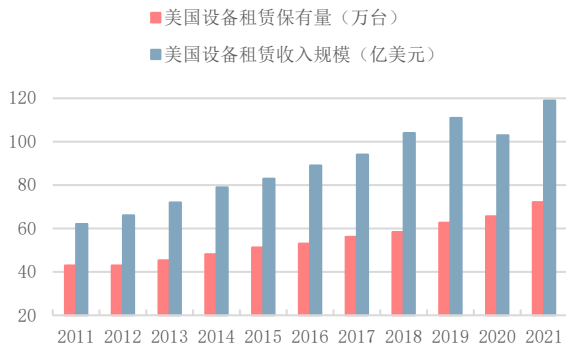
图 6:高坠是施工安全事故最主要来源



数据来源: 住建部, 中信建投证券

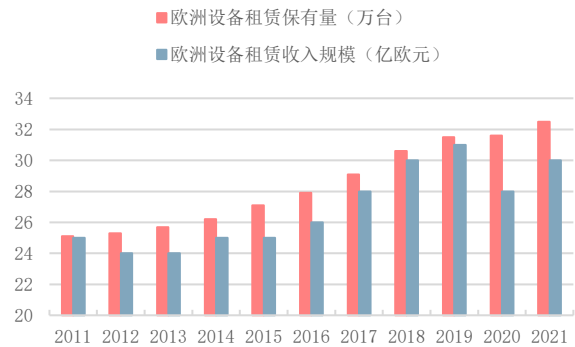
设备租赁是全球主流商业模式。高空作业平台种类多样、需求多元，全球各国市场主要以设备租赁为主要保有形式，即租赁商布设网点提供设备出租，个人或中小型团队以按需租赁的形式使用。截至2021年年末，美国和欧洲设备保有量分别为72.2万台和42.5万台（欧洲十国，包含德国、法国、英国、西班牙、意大利、瑞典、挪威、荷兰、丹麦和芬兰），年营收规模分别为131亿美元和32亿欧元。从我国高空作业平台设备租赁市场来看，按单台设备年租金2.8万元，平均价值12万元估算，全行业资产规模已达800亿元，年度租金合计187亿元。

图 7:美国高空作业平台设备租赁规模



数据来源: DuckerWorldwide, 临工重机, 中信建投证券

图 8:欧洲十国高空作业平台设备租赁规模



数据来源: DuckerWorldwide, 临工重机, 中信建投证券

注: 包含德国、法国、英国、西班牙、意大利、瑞典、挪威、荷

兰、丹麦和芬兰

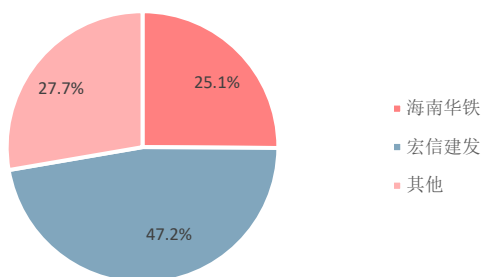
表 1:我国设备保有量进步快, 仍有较大增长空间

项目	美国 (2021)	欧洲十国 (2021)	中国 (2021)	中国 (2024)
高空作业平台设备保有量 (万台)	72.21	32.46	32.97	66.9
人口数 (万人)	33221.30	36910.41	141236	140828
GDP (亿美元)	229961	168447	182017	187438
人均 GDP (万美元)	6.92	4.56	1.24	1.33
人均保有量 (台/万人)	21.74	8.79	2.33	4.75
设备数量/GDP (台/亿美元)	3.14	1.93	1.81	3.57

资料来源: 国家统计局, 美国经济分析局, 欧洲央行, 欧盟统计局, 世界银行, DuckerWorldwide, 临工重机, 中信建投证券

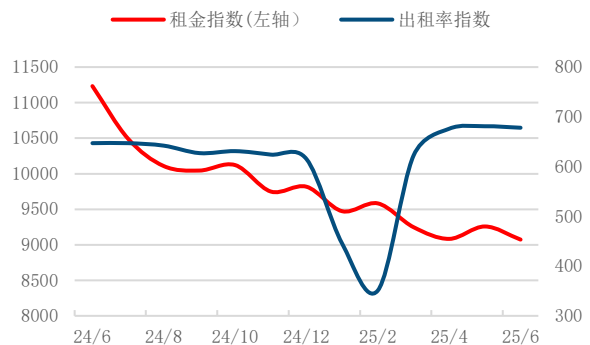
我国设备保有量快速增长, 公司保有量位居前列并快速增长。我国高空作业平台保有量也在快速增长, 截至 2024 年末保有量为 66.9 万台, 较上年末增长 27%。据中国工程机械工业协会统计, 2025 年 6 月我国高空作业平台租金指数较上年同期下降 19.3%, 出租率较上年同期增加 4.8%, 表明行业需求较强, 但因设备租赁竞争加剧的因素租金有一定程度的下滑。以海南华铁为例, 2024 年公司设备年均租金约为 2.7 万/台 (按全年设备保有量均值计算), 较上年下降 0.4 万元/台, 但静态回收期为 4.4 年, 仍低于欧洲和美国设备平均年限 (分别为 9.4 和 5.2 年, 2021 年数据), 保有规模仍有进一步增长的空间。根据 IPAF 和公司公告, 2024 年末海南华铁和宏信建发市占率分别为 25.1% 和 47.2%, 其中海南华铁 2024 年新增设备 4.7 万台, 是国内规模最大的设备购买方。

图 9:公司市占率情况



数据来源: 公司公告, IPAF, 中信建投证券

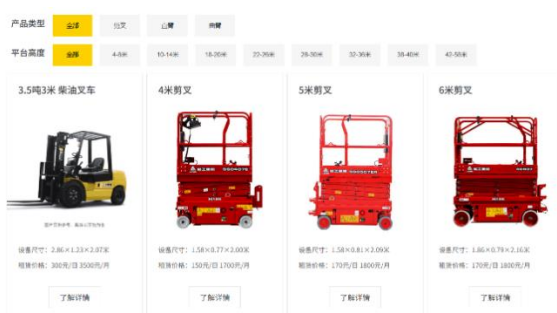
图 10:全国高空作业平台出租情况



数据来源: 中国工程机械工业协会, 中信建投证券

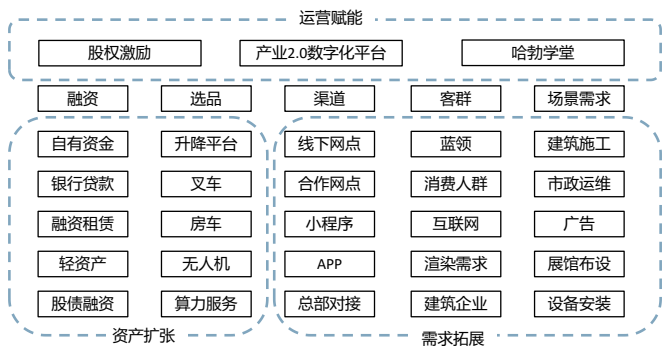
**商业模式：** 负债端利用多元融资优势降低成本和现金流压力，需求端覆盖三大客群提升效率。公司主营工程设备租赁，对选品、渠道、融资、运营等均有较高要求：1) 资本运营上，公司利用自有资金优势和银行贷款、融资租赁、轻资产等方式扩大资产规模，形成规模效益；2) 选品和客群上，公司选择高空作业平台作为主营产品，本身具有需求广泛多样、以设备租赁为主的特点，可以覆盖尽量多的蓝领人群，多品类拓展也围绕核心蓝领人群展开；为开拓新增长曲线，公司分别进入消费级房车和算力服务市场，拓展消费类人群和互联网公司两大客群；3) 运营和渠道上，公司布设近 400 个网点，在 2022 年就对超 260 亿资产上链，出租率长期维持 80% 以上。

图 11: 大黄蜂租赁平台及部分设备



数据来源：大黄蜂官网，中信建投证券

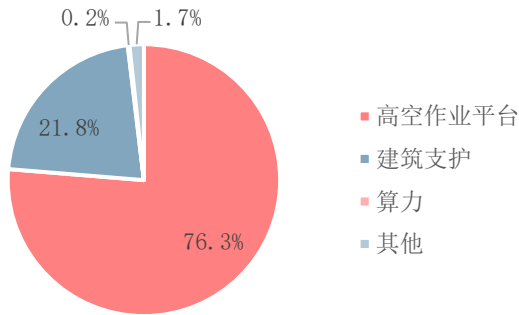
图 12: 公司商业模式示意



数据来源：中信建投证券

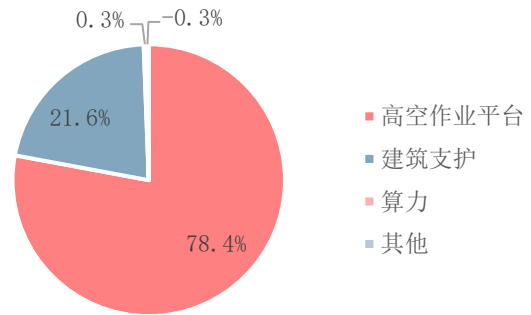
**高空作业平台租赁贡献主要业绩，算力、多品类拓展逐步成长。** 2019-2024 年，公司营收从 11.5 亿元增长至 51.7 亿元，年复合增长率达 35.1%，归母净利润从 2.8 亿元增长至 6.1 亿元，年复合增长率为 16.9%，公司于 2019 年切入的高空作业平台租赁市场贡献了主要增量。2024 年公司营收中，高空作业平台、建筑支护和算力营收占比分别为 76.3%、21.8% 和 0.2%，毛利占比分别为 78.4%、21.6% 和 0.3%，综合毛利率为 43.2%，近年受行业竞争加剧和建筑施工行业下行影响，毛利率从 50% 以上有所下降。公司根据高空作业平台租赁业务已布设超过 370 个线下网点，正借由渠道向叉车、无人机、消费级房车等多品类拓展，2024 年公司也宣布涉足算力并形成业绩，新增长曲线正逐步成长。

图 13:2024 年公司营收拆分



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 14:2024 年公司毛利拆分

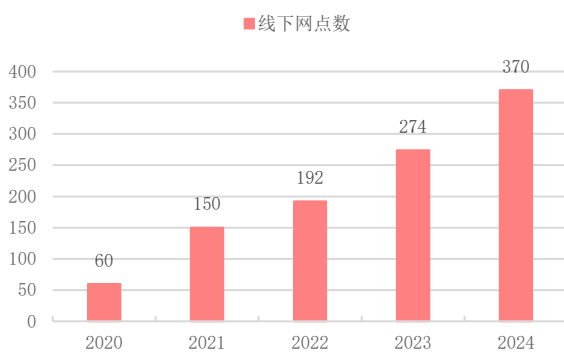


数据来源：公司公告，中信建投证券

## 1.2 轻资产模式拓展成效显著，持续向多品类拓展

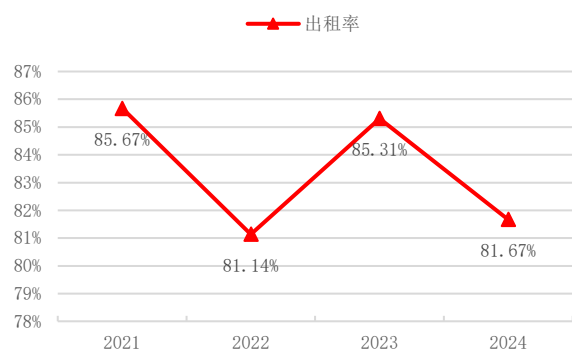
**线上+线下扩张，轻资产模式拓展成效显著。**公司在切入高空作业平台市场的同时也开展线下网点建设，截至 2024 年末合计建设了 370 个线下网点（含轻资产运营的 25 个网点），创设“大黄蜂”品牌，已覆盖超过 600 个城市，对全国基本实现全覆盖。公司同步发展线上平台，工程设备租赁方可通过 400 电话、小程序、APP 下单，2024 年获取 1.8 万单，租金收入 1.7 亿元，同比增长 29.4%。为减弱资金需求，加快资产规模扩张和打造设备租赁运营平台，公司于 2020 年前后开始轻资产模式探索，截至 2024 年末公司轻资产运营的设备已超过 3.77 万台，有效支持了规模扩张，也为公司向其他品类提供租赁运营服务和平台化运营提供转型范本。

图 15:公司线下网点数快速扩张



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 16:公司高空作业平台平均出租率变化



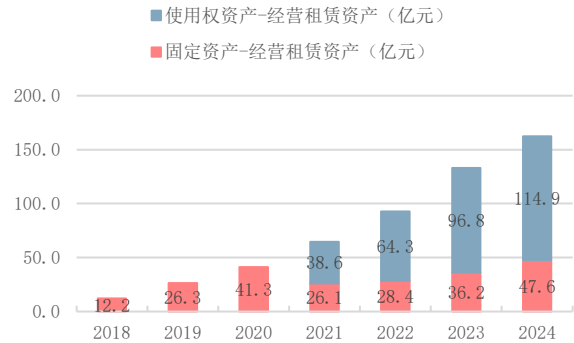
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 17: “华铁大黄蜂”小程序



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

图 18: 公司经营租赁规模扩张



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

围绕蓝领人群实现工程设备品类拓展, 无人机、叉车等设备推进顺利。除高空作业平台外, 公司也开始积极拓展其他品类设备, 主要围绕类似设备, 例如叉车、载重无人机等, 充分利用对蓝领人群的覆盖。截至 2025 年 6 月末, 公司多品类设备超 2600 台。为迎接低空经济广泛应用, 公司新研发 10-100KG 级别载重无人机并投产, 具备了标准化吊运产品服务能力, 2025 年一季度已有项目投入使用, 主要用于电网吊运设备等, 随着低空经济的快速发展和公司设备采购推广, 预计 2025 年起业务规模将进入快速增长期。此外, 公司叉车保有量也超过 1000 台, 将与高空作业平台等设备形成良好协同效应。

图 19: 公司拓展的叉车和载重无人机品类



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

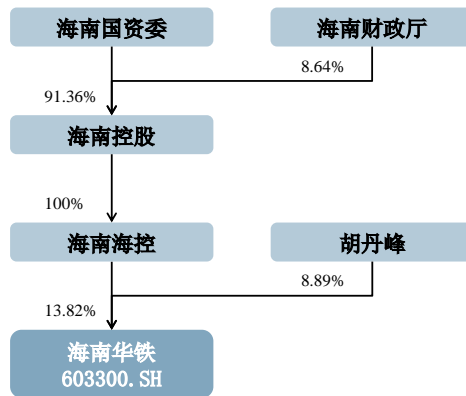
切入消费级房车业务。除了工程设备多品类拓展, 公司利用线下约 400 个网点优势和渠道体系切入消费级房车业务, 子公司浙江大黄蜂成立了消费级房车事业部, 从 toB 的工程设备向 toC 的消费类业务转型。可以注意到房车租赁模式、售后和设备维护模式与高空作业平台类似, 但客群更为偏向消费人群, 下游需求也契合当下消费文化。预计随着公司业务展开, 公司品牌知名度将进一步打开, 租赁运营平台也将向更多消费品类拓展。

## 二、国资控股赋能融资优势明显，公司治理激励优化引领提质增效

### 2.1 国资控股赋能，探索多元融资方式和轻资产模式

**海南国资控股，完成国企蜕变。**2024年海南海控以20.0亿元收购胡丹峰等人股票并获得实际控制权，公司也完成民企向国企的转变。目前公司实际控制人为海南国资委，控股股东为海南海控，持股13.8%，原始创始人胡丹峰仍持有8.9%的股份。海南国资入股将推动公司在海南建设总部，形成浙江、海南双核驱动格局，董事会五人中董事长由海南国资提名，副董事长（联席董事长）由创始人担任，形成了良好的公司治理结构。2024年年中海南国资入股以来，公司资产规模快速增长，算力服务业务与海南区域企业合作，新发行债券保持低利率，充分受益于融资成本下降和海南区域资源导入。

图 20:公司股权结构，海南海控为控股股东（截至 2025 年 8 月 22 日）

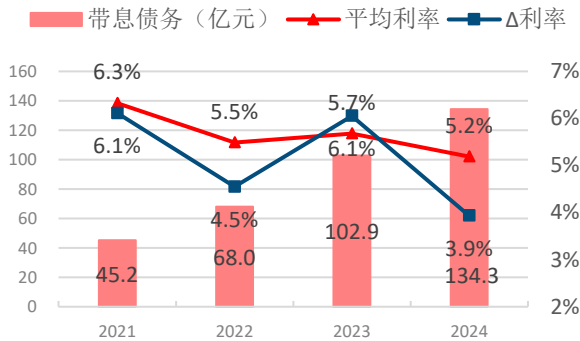


数据来源：公司公告，中信建投证券

公司在海南落地的企业数量已达 27 家，资产总额达 120 亿元，占公司总资产的比重超过 40%。与此同时，公司还与海南省算力科技有限公司、智宇科技有限公司签署战略合作协议，进一步深化在海南的智算业务布局。在跨境数据通道方面，公司依托海南的区位优势，尝试打通与东南亚市场的数据连接，为未来拓展国际数字资产结算业务打下基础。

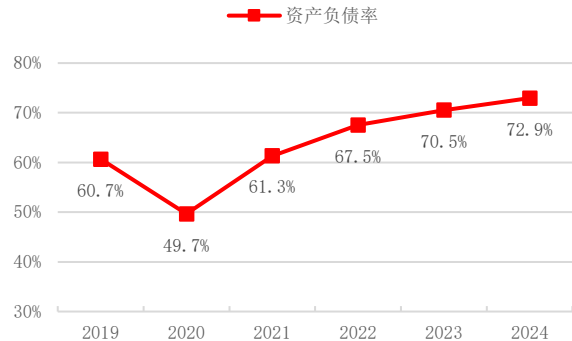
**信用资质提升，融资成本下降，拟在新加坡上市。**2024年以来公司的融资成本明显下降，获AA+评级，先后完成了两期公司债券的发行，第一期发行3.6亿元，利率为2.9%；第二期发行3亿元，利率进一步降至2.66%。此外，公司还计划在2025年发行20亿元银行间债券市场融资产品，继续优化融资结构。公司作为租赁运营的重资产公司，国资入主带来的信用优势将直接转化为财务成本和融资成本下降，直接提升公司的竞争力，我们以年度利息支出/带息债务衡量公司的有息融资成本，可以看出呈现逐年下降趋势，2024年下降至5.2%，如果仅考虑边际增量，公司2024年新增有息债务融资成本进一步下探至3.9%。为推进公司国际化战略布局和拓展融资渠道，全面推动东南亚等海外智算中心的落地及原有业务的全球化，公司拟在新加坡交易所发行股票上市。

图 21:公司融资成本下降



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 22:因规模扩张, 资产负债率同步上升



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

**积极探索区块链技术应用。**公司较早开始探索将区块链技术与设备租赁相结合, 于 2022 年开始和蚂蚁合作在设备 T-box 中植入 MaaS (Module-as-a-Service) 可信模组实现资产上链, 目前已有约 260 亿资产完成上链。设备上链使得设备的移动轨迹、使用情况、载重等数据上传区块链, 实现资产与数据的融合, 有助于公司平台化管理设备。公司于 2025 年 7 月分别发行黄蜂哥 NFT、1000 万非金融 RWA, 推广大黄蜂平台知名度, 同时启动与上海数交所合作, 揭牌“设备运营及智算数智中心”, 积极探索将公司设备租赁的运营模式与 RDA 等结构相结合。

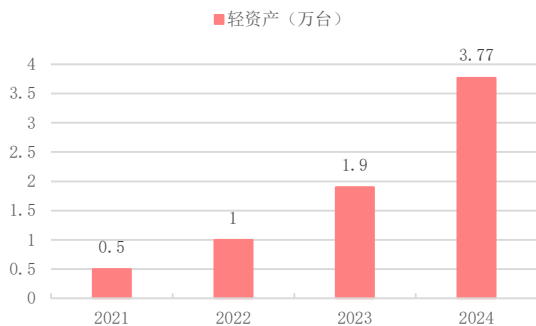
图 23:蚂蚁数科 MaaS 模组及功能



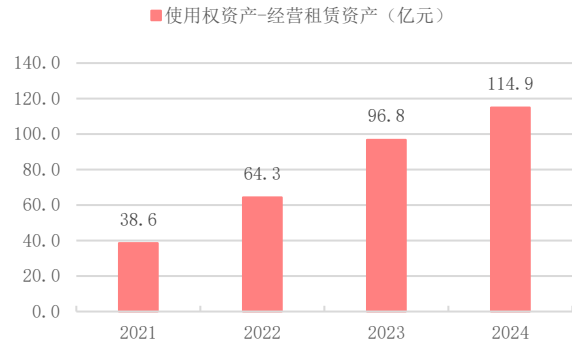
数据来源: 蚂蚁数科官网, 中信建投证券

**融资租赁减轻现金流压力, 轻资产运营规模快速扩张。**为缓解自有资金压力和前期现金流投入压力, 公司近年通过融资租赁和轻资产的方式融资和进一步扩大规模, 于 2020 年前后开始轻资产模式探索, 即与合作方成立合作公司, 合作方负责资金筹集, 公司利用品牌优势和平台优势运营。2022 年公司与东阳市城投成立合资公司城投华铁即落地方式, 公司持股 49%。海南国资控股后, 目标推动形成 100 亿轻资产运营规模。截至 2024 年末, 公司轻资产运营规模 3.77 万台, 城投华铁资产规模达 17 亿元, 年营收和净利润分别为 2.8 亿元和 0.4 亿元, 较上年实现扭亏为盈。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

**图 24:公司轻资产运营规模快速增长**


数据来源：公司公告，中信建投证券

**图 25:公司融资租赁和转租赁规模**


数据来源：公司公告，中信建投证券

## 2.2 常态化股权激励，重视人才梯队建设

常态化股权激励助力公司业绩规模快速增长。公司上市以来实行过 6 次股权激励，分别于 2018、2020、2021、2024 年授予，覆盖高管和核心技术/业务人员合计 1629 人次，合计授予股份（按首次授予登记）2.25 亿股，授予员工覆盖范围广、力度大，有效激发员工热情。从结果来看，除 2018 年、2024 年业绩未达标外，均实现股权激励目标，公司营收从 8.9 亿元增长至 51.7 亿元，归母净利润从亏损增长至 6.0 亿元。在人才梯队建设方面，公司企业大学“哈勃学堂”培训超 5 万人次，对全团队专业水平、业务能力提升显著。

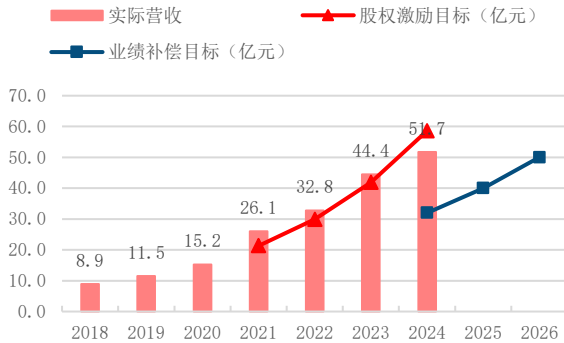
**表 2:公司历次股权激励情况**

股权激励计划	授予人数	授予股份 (万股)	行权价 (元/股)
2018	40	3075	6.0
第二期	62	2226	5.7
2020	159	2335	6.5
2021	797	3571	10.5
2021 第二期	45	1566	12.5
2024	526	9750	6.2

资料来源：公司公告，中信建投证券

注：授予人数、授予股份、行权价均为首次授予时数据

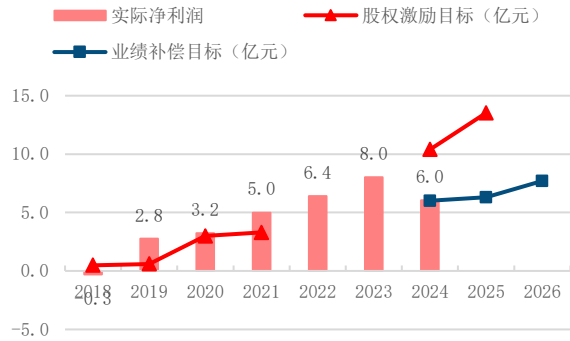
图 26:公司股权激励营收目标达成情况



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

注: 包含六次股权激励, 业绩补偿目标指 2024 年海南国资收购时所做业绩承诺

图 27:公司股权激励净利润目标达成情况

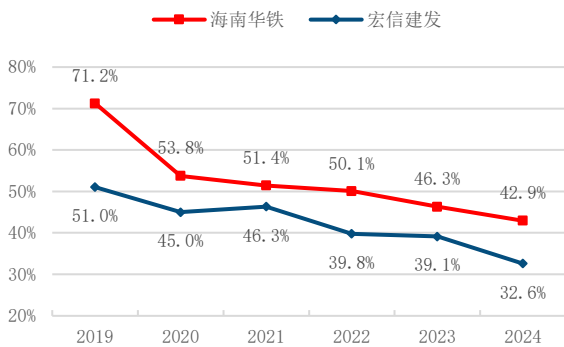


数据来源: 中信建投证券

## 2.3 经营质量较优, 应收账款控制良好

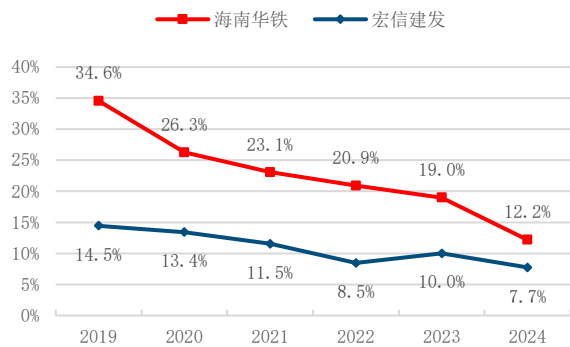
利润率保持领先, 融资租赁和轻资产规模增加降低现金流压力。公司经营质量较优, 2024 年毛利率 42.6%, 净利率 32.6%, ROE 为 9.8%, 尽管近年来受资产规模扩大、行业竞争加剧导致租金下滑、毛利率净利率下行, 但公司运营效率仍具有优势, 高于行业竞争对手。公司通过融资租赁和轻资产的方式减少一次性投资支出, 从现金流可以看出, 2020 年以外的年份公司的投资性支出均小于经营性流入, 对公司现金流压力极小, 且年支出规模小于资产增长规模。

图 28:公司毛利率下降, 但仍有优势



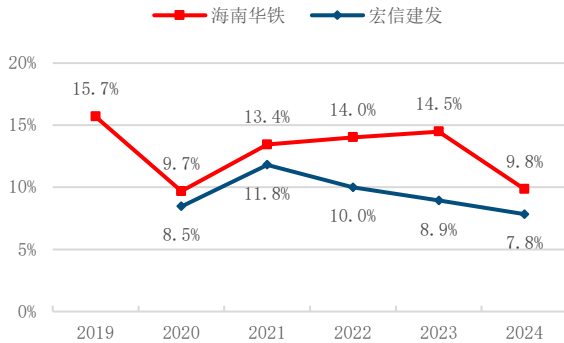
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 29:公司净利率趋势



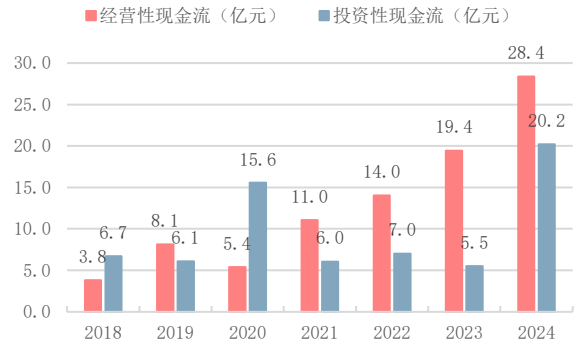
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 30:公司 ROE 趋势



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 31:公司现金流情况

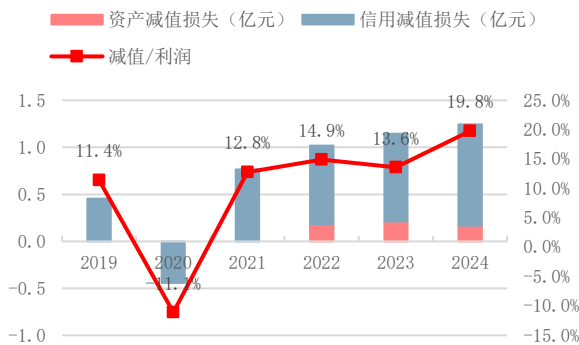


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

注: 投资性现金流支出为正值

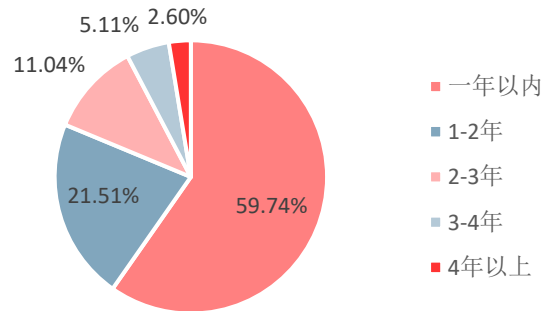
**应收账款控制良好。**公司传统的建筑支护业务客户以建筑施工公司为主, 而高空作业平台业务则采用网点布局方式展开, 主要客户为蓝领人群, 业务类型为类 toC 业务, 欠款回收较好。2021-2024 年公司应收账款周转天数保持在 245-268 天, 基本保持平稳, 与营收规模同步增长, 2024 年应收账款账龄结构中一年以内占比 59.7%, 2021-2024 年前五大欠款人占比从 36.2% 下降至 18.5%, 集中度明显下降, 应收账款总体控制较好。

图 32:公司减值/利润占比稳定



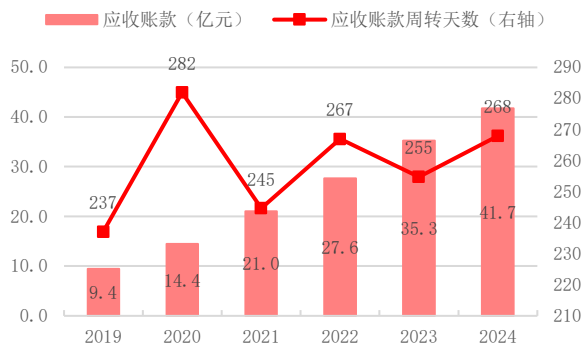
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 33:公司 2024 年账龄结构



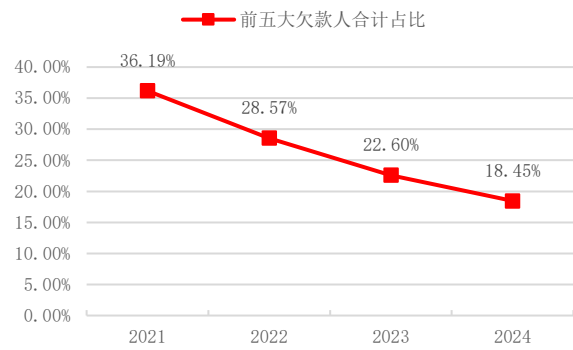
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 34:公司应收账款周转天数保持平稳



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 35:公司应收账款结构更为分散

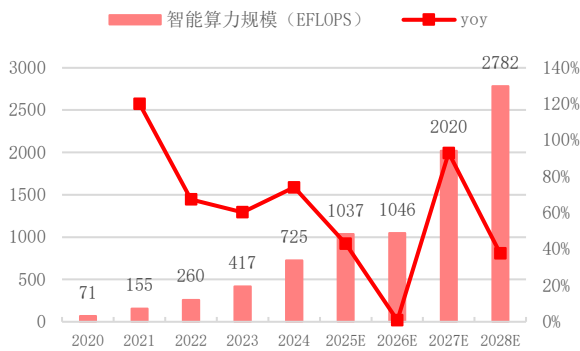


数据来源：公司公告，中信建投证券

### 三、国内算力市场爆发，公司积极布局构建新业务成长曲线

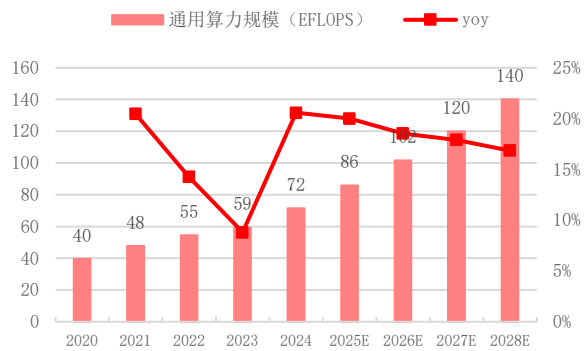
**AIDC 带动算力需求旺盛。**算力包含通用算力、智能算力和超算算力，主要对应日常计算、人工智能和特定高性能计算和复杂科学计算需求，随着我国经济社会的不断发展和大模型等人工智能技术日新月异，我国乃至全球均处于算力需求旺盛状态，已成为发展人工智能等技术最重要的基础设施之一。据 IDC 数据，2024 年末我国智能算力规模达 725EFLOPS，通用算力规模 72EFLOPS，到 2028 年两者将分别增长至 2782EFLOPS 和 140EFLOPS，CAGR 分别为 39.9%和 18.3%。

图 36:我国智能算力爆发式增长



数据来源: IDC, 中信建投证券

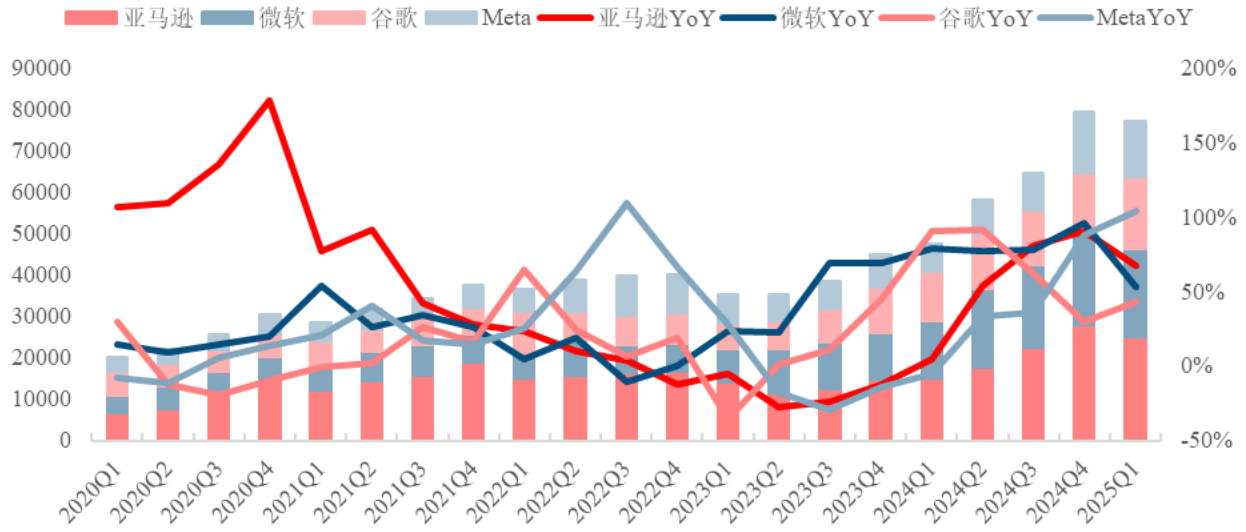
图 37:通用算力规模增速



数据来源: IDC, 中信建投证券

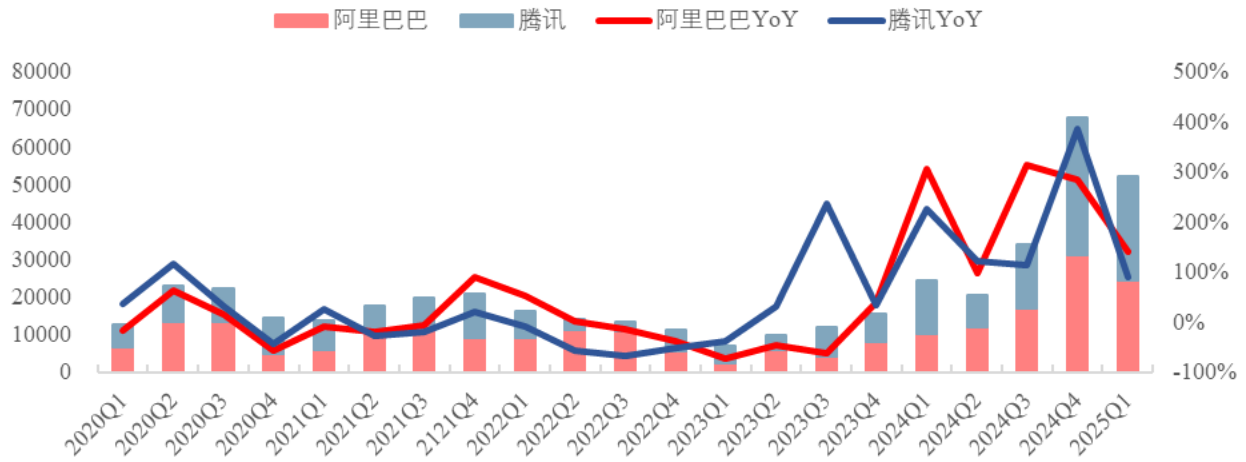
**算力建设热情高涨，算力租赁为重点方向。**从算力建设的角度来看，自建算力更适合大型互联网公司，算力租赁服务可有效降低企业投融资压力，提升算力使用效率。ChatGPT 发布以来 AIDC 的技术和商业前景获市场重视，算力需求也随之高涨，大型互联网公司如阿里、腾讯、谷歌等公司均大幅提升资本开支，投资算力等基础设施，2025Q1 亚马逊的 capex 为 250 亿美元，同比增长 68%，微软的 capex 为 214 亿美元，同比增长 53%，谷歌的 capex 为 172 亿美元，同比增长 43%，Meta 的 capex 为 137 亿美元，同比增长 104%，阿里计划在未来三年投资 3800 亿元。对于中小企业和人工智能企业来说，自建算力存在占用现金流、规模不足、建设周期相对长等难点，同时自身体量并足以支持算力中心满负荷运行。算力租赁则提供了一个利用效率更高的解决方案，即由投资方建设算力中心，按性能/训练时长分时租赁，一方面全社会旺盛的需求使得硬件利用率上升，提升投资回报率，另一方面对于初创企业和中小型企业来说，可以按需付款，集中人力财力在模型研发和应用上。

图 38:海外 CSP 厂商资本开支情况 (百万美元)



数据来源: Wind, 中信建投证券

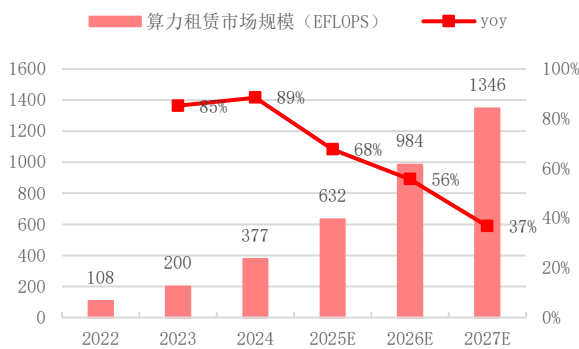
图 39:国内 CSP 厂商资本开支情况 (百万美元)



数据来源: wind, 中信建投证券

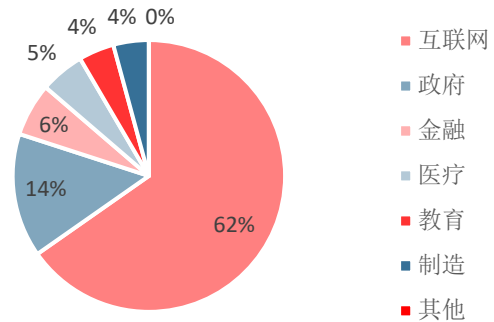
**算力租赁市场规模快速扩大，投资回收期短。**据科智咨询统计，2024 年我国算力租赁总规模为 377EFLOPS（FP16），同比增长 88%，预计到 2027 年算力租赁总规模将进一步拓展到 1346EFLOPS，年均复合增长率达 53%。算力市场需求主要集中在互联网领域，包括大模型训练、应用，云计算和渲染等领域，此外政府、金融、医疗等行业也对算力租赁需求较大。从行业格局来看，云服务商和电信运营商占算力租赁行业主导地位。和公司此前从事的工程设备租赁相比，算力租赁需求旺盛，投资回收期短，首批投资 10 亿元的智算中心静态回收期仅为 3.5 年，2024 年公司算力服务创造营收 0.12 亿元，毛利率达 58%，远超公司设备 40%-45% 的毛利率区间。

图 40:我国算力租赁市场规模快速增长



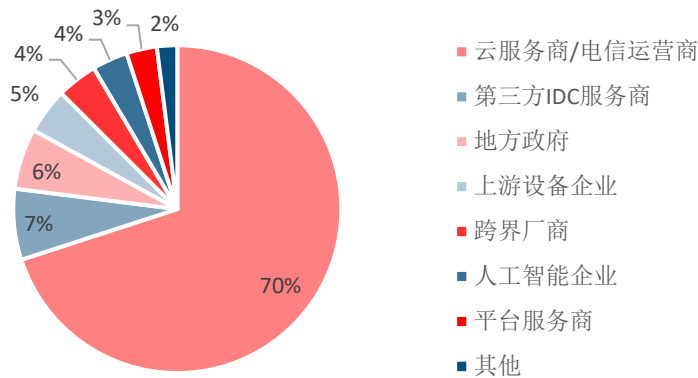
数据来源：科智咨询，中信建投证券

图 41:我国算力租赁市场行业集中度



数据来源：科智咨询，中信建投证券

图 42:我国算力租赁市场格局



数据来源：科智咨询，中信建投证券

**布局智算中心，切入算力租赁赛道。**公司于 2024 年 5 月宣布投资建设智算中心，首批投资 10 亿元，主要为互联网公司提供算力服务，截至 2025 年一季度末，公司累计签订算力服务合同 66.7 亿元，其中一季度单季度新增 42 亿元，完成算力资产交付近 9 亿元，主要有：1) 截至 2024 年 5 月，签署 2.4 亿服务合同；2) 2025 年 3 月公司与杭州某公司签署 36.9 亿元算力服务合同，合同期限 5 年；3) 与安徽海马云签署战略合作协议，总服务金额达 10 亿元。公司借助海南国资背景优势，利用海南自贸港政策等优势加速在海南布局，已与海南省算力科技有限公司、智宇科技有限公司、上海无问芯穹智能科技有限公司、北京科蓝软件系统股份有限公司等多家企业达成深度合作。公司在设备租赁方面经营丰富，利用融资和运营能力优势布局算力，有望打造新增长曲线。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

**表 3:海南华铁算力方面合作进展**

合作方	合作内容
智宇科技（海南控股）	2025 年 3 月 12 日，海南华铁与智宇科技正式签署战略合作协议，并向智宇科技交付首批 DeepSeek 大模型一体机。双方将依托海南省政策、区位等独特优势，并充分发挥各自在智能设备、云计算、大数据等领域的专业优势，结合海南自由贸易港产业布局，共同拓展以海南省为中心的政务等领域 DeepSeek 大模型一体机推广，推动 DeepSeek 大模型一体机在政务、医疗、制造、城市等各领域的落地应用；全力扩展智算、组网设备运维及区域智算中心运营等合作，
无问芯穹	2024 年 3 月子公司上海科思翰与无问芯穹达成深度战略合作。双方将共同推进搭建算力中心和算力调度云平台，为客户提供优质算力服务。华铁应急将发挥 GPU 等算力硬件设施搭建优势，无问芯穹则依托其在 AI 计算优化领域的领先地位，提供高效的中间层系统支持。
科蓝软件	2024 年 4 月公司与科蓝软件在金融领域人工智能算力服务方面达成了深度战略合作，华铁应急将发挥 GPU 等算力硬件设施搭建优势，提供高效经济的训练算力和推理算力；科蓝软件则依托其在金融数字化服务领域的领先地位，提供人工智能应用产品和解决方案。
杭州 X 公司	2025 年 3 月子公司华铁大黄蜂与杭州 X 公司签订了《算力服务协议》，约定华铁大黄蜂为 X 公司提供算力服务，算力服务期 5 年，预计合同总金额为 36.9 亿元（含税）。
安徽海马云	2025 年 7 月海南华铁与安徽海马云签署战略合作协议，总服务金额将达到 10 亿元人民币。

资料来源：公司公告，公司官网，中信建投证券

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测：预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.35/0.47/0.66 元

我们预测 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.9/9.2/13.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.35/0.47/0.66 元。我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下主要假设：

- 1) 考虑到公司高空作业平台租赁业务仍在快速增长，资产规模不断扩张，2024 年新购设备 4.7 万台，但行业同时存在需求增速开始下降，租金指数下滑的情况，我们预计 2025-2027 年公司设备台数增速为 15%/10%/10%，年租金为每台 2.6 万元（因行业竞争加剧和公司设备向叉车等设备覆盖的影响，近年租金呈下降趋势，2025 年租金为每台 2.7 万元）。2025-2027 年因租金下降，毛利率逐步下降至约 40%。
- 2) 公司建筑支护业务稳定，因行业需求下降、竞争激烈，租金收入下降。
- 3) 公司算力规模快速增长，假设 2025-2027 年末交付资产规模分别为 30/66/132 亿元，静态投资回收期按 5 年计算。

## 4.2 投资建议：给予“买入”评级，目标价 14.59 元

给予买入评级，目标价 14.59 元。公司设备租赁主业经营稳健，正从高空作业平台向叉车、房车、无人机等多品类拓展，海南国资入主将推动公司海南区域发展，形成海南-杭州双核发展态势。公司利用租赁、融资与国资背景优势，领先布局算力服务行业，将打造新增长曲线。我们预测公司 2025-2027 年 EPS 为 0.35/0.47/0.66 元，给予买入评级，根据可比公司给予 42X 的 PE 估值，对应目标价格 14.59 元。

**表 4:重要财务指标**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,443.58	5,171.32	6,206.06	7,388.68	9,180.26
YoY(%)	35.55	16.38	20.01	19.06	24.25
净利润(百万元)	800.84	604.72	694.60	940.74	1,310.33
YoY(%)	24.88	-24.49	14.86	35.44	39.29
毛利率(%)	46.50	43.17	41.62	41.97	42.09
净利率(%)	18.02	11.69	11.19	12.73	14.27
ROE(%)	14.48	9.84	10.24	12.31	14.81
EPS(摊薄/元)	0.40	0.30	0.35	0.47	0.66
P/E(倍)	26.92	35.65	31.04	22.92	16.45
P/B(倍)	3.90	3.51	3.18	2.82	2.44

资料来源: iFind, 中信建投证券

**表 5:可比公司估值表 (截至 2025 年 8 月 21 日)**

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
数据港	603881.SH	206.3	1.2	1.3	1.7	2.0	168	156	123	101
星网锐捷	002396.SZ	187.7	4.2	4.0	6.7	8.8	44	46	28	21
远东宏信	3360.HK	363.1	61.9	38.6	43.4	46.7	6	9	8	8
浙江鼎力	603338.SH	274.0	18.7	16.3	20.7	23.9	15	17	13	11

资料来源: wind, 中信建投证券

## 风险分析

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

- 1、 公司经营的建筑支护业务、高空作业平台业务下游需求受建筑业、房地产业影响较大，可能存在需求下降、设备年租金下降的风险；
- 2、 因行业竞争加剧影响，高空作业平台出租率有可能下滑，近年来公司该部分毛利率处于持续下滑中。
- 3、 公司进入的算力服务行业仍处于快速增长中，公司可能存在转型不及预期，算力服务租金快速下降的风险。
- 4、 近年公司资产规模快速扩大，尽管综合融资成本下降，但融资租赁等融资方式规模扩大导致财务费用上升，引起利润下滑。
- 5、 出租率对公司营收影响较大，我们在模型中设为 80%，若变化为 75%/85%/90%，公司 2025 年营收将分别变化为原预测的 95%/105%/109%。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>4,236.95</b>	<b>5,659.23</b>	<b>7,197.26</b>	<b>8,568.56</b>	<b>10,646.13</b>
现金	85.40	179.76	620.61	738.87	918.03
应收票据及应收账款	3,714.24	4,370.09	5,244.51	6,243.90	7,757.89
其他应收款	83.18	793.38	952.13	1,133.57	1,408.43
预付账款	25.68	38.75	46.50	55.36	68.79
存货	22.45	23.92	29.49	34.90	43.28
其他流动资产	306.00	253.33	304.01	361.95	449.71
<b>非流动资产</b>	<b>14,984.08</b>	<b>17,644.58</b>	<b>18,728.54</b>	<b>19,665.06</b>	<b>20,528.59</b>
长期投资	830.79	207.67	215.73	228.46	238.86
固定资产	13,598.81	16,528.14	16,021.82	16,963.38	17,622.66
无形资产	16.59	24.90	18.77	12.63	6.50
其他非流动资产	537.90	883.87	2,472.22	2,460.58	2,660.58
<b>资产总计</b>	<b>19,221.03</b>	<b>23,303.81</b>	<b>25,925.79</b>	<b>28,233.61</b>	<b>31,174.72</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,540.34</b>	<b>7,021.78</b>	<b>10,314.38</b>	<b>13,219.57</b>	<b>16,520.82</b>
短期借款	919.06	1,114.22	3,597.34	5,264.18	6,653.86
应付票据及应付账款	1,145.87	1,057.53	1,303.77	1,542.85	1,913.04
其他流动负债	3,475.42	4,850.03	5,413.27	6,412.54	7,953.93
<b>非流动负债</b>	<b>8,017.91</b>	<b>9,977.24</b>	<b>8,642.71</b>	<b>7,146.18</b>	<b>5,533.61</b>
长期借款	6,716.89	8,742.31	7,407.78	5,911.25	4,298.68
其他非流动负债	1,301.03	1,234.93	1,234.93	1,234.93	1,234.93
<b>负债合计</b>	<b>13,558.26</b>	<b>16,999.02</b>	<b>18,957.09</b>	<b>20,365.74</b>	<b>22,054.44</b>
少数股东权益	133.71	160.91	187.81	224.25	274.99
股本	1,960.89	1,972.72	1,972.72	1,972.72	1,972.72
资本公积	827.61	868.65	868.65	868.65	868.65
留存收益	2,740.57	3,302.52	3,939.52	4,802.26	6,003.93
归属母公司股东权益	5,529.07	6,143.88	6,780.89	7,643.62	8,845.29
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,221.03</b>	<b>23,303.81</b>	<b>25,925.79</b>	<b>28,233.61</b>	<b>31,174.72</b>

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,014.91</b>	<b>3,965.57</b>	<b>3,443.92</b>	<b>4,424.82</b>	<b>5,280.88</b>
净利润	840.20	628.14	721.50	977.17	1,361.07
折旧摊销	2,475.20	2,891.20	2,424.10	2,876.22	3,346.86
财务费用	487.65	622.58	589.62	593.26	565.17
投资损失	1.28	-17.10	-7.91	-12.51	-10.21
营运资金变动	-782.83	-267.64	-287.69	-14.69	13.16
其他经营现金流	-6.60	108.39	4.31	5.37	4.84
<b>投资活动现金流</b>	<b>-550.75</b>	<b>-2,022.45</b>	<b>-3,504.45</b>	<b>-3,805.60</b>	<b>-4,205.02</b>
资本支出	63.42	2,243.74	3,500.00	3,800.00	4,200.00
长期投资	-16.12	114.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-598.05	-4,380.20	-7,004.45	-7,605.60	-8,405.02
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,445.74</b>	<b>-727.45</b>	<b>501.38</b>	<b>-500.96</b>	<b>-896.70</b>
短期借款	0.24	195.16	2,483.12	1,666.84	1,389.68
长期借款	2,223.99	2,025.42	-1,334.53	-1,496.53	-1,612.56
其他筹资现金流	-3,669.97	-2,948.03	-647.21	-671.27	-673.82
<b>现金净增加额</b>	<b>1,018.42</b>	<b>1,215.90</b>	<b>440.85</b>	<b>118.26</b>	<b>179.16</b>

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

### 利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>4,443.58</b>	<b>5,171.32</b>	<b>6,206.06</b>	<b>7,388.68</b>	<b>9,180.26</b>
营业成本	2,377.10	2,938.95	3,623.27	4,287.69	5,316.47
营业税金及附加	14.94	21.26	25.51	30.38	37.74
销售费用	397.90	553.21	663.90	790.41	982.07
管理费用	178.52	171.75	263.96	314.26	390.46
研发费用	83.32	89.46	120.11	143.00	177.68
财务费用	487.65	622.58	589.62	593.26	565.17
资产减值损失	-21.19	-16.79	-20.15	-23.99	-29.80
信用减值损失	-93.15	-107.54	-129.05	-153.65	-190.90
其他收益	34.43	48.47	41.45	44.96	43.20
公允价值变动收益	156.24	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.28	17.10	7.91	12.51	10.21
资产处置收益	1.32	0.58	0.95	0.76	0.86
<b>营业利润</b>	<b>980.52</b>	<b>715.94</b>	<b>820.79</b>	<b>1,110.28</b>	<b>1,544.24</b>
营业外收入	5.59	7.23	6.41	6.82	6.62
营业外支出	9.76	12.83	11.29	12.06	11.68
利润总额	976.35	710.34	815.91	1,105.04	1,539.18
所得税	136.15	82.20	94.41	127.87	178.11
<b>净利润</b>	<b>840.20</b>	<b>628.14</b>	<b>721.50</b>	<b>977.17</b>	<b>1,361.07</b>
少数股东损益	39.36	23.42	26.90	36.43	50.75
<b>归属母公司净利润</b>	<b>800.84</b>	<b>604.72</b>	<b>694.60</b>	<b>940.74</b>	<b>1,310.33</b>
EBITDA	3,939.21	4,224.12	3,829.63	4,574.52	5,451.20
EPS (元)	0.40	0.30	0.35	0.47	0.66

### 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	35.55	16.38	20.01	19.06	24.25
营业利润(%)	28.73	-26.98	14.65	35.27	39.09
归属于母公司净利润	24.88	-24.49	14.86	35.44	39.29
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	46.50	43.17	41.62	41.97	42.09
销售净利率(%)	18.02	11.69	11.19	12.73	14.27
ROE(%)	14.48	9.84	10.24	12.31	14.81
ROIC(%)	11.25	8.65	7.72	8.38	9.80
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	70.54	72.95	73.12	72.13	70.74
净负债比率(%)	133.34	153.48	149.02	132.65	110.02
流动比率	0.76	0.81	0.70	0.65	0.64
速动比率	0.73	0.76	0.66	0.61	0.61
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.23	0.22	0.24	0.26	0.29
应收账款周转率	1.22	1.20	1.20	1.20	1.20
应付账款周转率	2.07	2.78	2.78	2.78	2.78
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.30	0.35	0.47	0.66
每股经营现金流(最新)	1.51	1.99	1.73	2.22	2.65
每股净资产(最新摊薄)	2.78	3.09	3.41	3.84	4.44
<b>估值比率</b>					
P/E	26.92	35.65	31.04	22.92	16.45
P/B	3.90	3.51	3.18	2.82	2.44
EV/EBITDA	5.12	5.07	8.55	7.20	6.01

## 分析师介绍

### 竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

### 曹恒宇

建筑行业分析师

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk