

业绩短期承压，成长空间广阔

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 实现营收 5.6 亿元, 同比下降 10.0%; 实现归母净利润 1.3 亿元, 同比减少 26.9%。Q3 单季度来看, 实现营收 2.0 亿元, 同比下降 15.8%, 环比增长 9.9%; 实现归母净利润 0.45 亿元, 同比下降 21.4%, 环比增长 4.7%。
- **受疫情影响, 公司业绩短期承压。** 2022 年以来, 国内各地疫情反复, 公司发货及产品安装受阻, 导致营收出现下滑。2022 年前三季度, 公司综合毛利率为 43.0%, 同比下降 13.3 个百分点, 主要受会计准则改变及原材料价格上涨影响; 净利率为 23.5%, 同比下降 5.4 个百分点。Q3 单季度, 公司综合毛利率为 41.3%, 同比下降 12.0 个百分点, 环比略降 0.9 个百分点; 净利率为 22.4%, 同比下降 1.6 个百分点, 环比下降 1.1 个百分点。
- **风机大型化降本效果显著, 中国及全球风电装机需求有望加速。** 风电机组在风电建设成本中占比超过 40%, 风机大型化是风电降本的重要抓手。随着中国进入无补贴时代, 风机大型化愈演愈烈, 2022 年陆上风机已经超过 6MW, 海上风机超过 8MW, 带动风机招标价格迅速下降, 2022 年的招标价格已降至 2019/2020 年的一半左右, 保障了风电场项目的内部收益率水平。在碳中和及能源安全推动下, 中国及全球持续加码新能源, 风电装机需求有望加速增长。
- **公司作为国内风电塔筒升降设备龙头, 积极布局海外营销网络, 成长空间广阔。** 公司升降机、免爬器、助爬器等主导产品在风电行业一直处于领先地位, 客户囊括全球排名前十大风机制造商以及多家国际知名发电集团, 并针对大功率机组及海上风电的不同需求, 积极开发漂浮式风机用塔筒内升降设备、大载荷升降设备等新产品, 巩固自身竞争优势。公司具备欧盟 CE 认证、北美 UL 认证等 108 项国内外资质认证, 积极开发海外市场, 已在美洲、欧洲、印度设有二级子公司, 2022 年 8 月公司公告拟在日本设立全资二级子公司, 加速拓展海外市场, 将充分受益于全球风电产业发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.0、3.0、3.9 亿元, 未来三年归母净利润复合增长率为 18.6%, 给予公司 2023 年 25 倍 PE, 目标价 49.75 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 风电装机量不及预期、新冠疫情风险、原材料价格波动影响。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	882.84	806.72	1202.17	1505.28
增长率	29.64%	-8.62%	49.02%	25.21%
归属母公司净利润 (百万元)	231.71	196.72	301.67	386.73
增长率	25.17%	-15.10%	53.35%	28.20%
每股收益 EPS (元)	1.53	1.30	1.99	2.55
净资产收益率 ROE	11.25%	8.91%	12.21%	13.83%
PE	25	30	19	15
PB	2.85	2.66	2.37	2.10

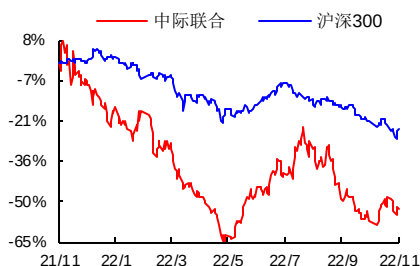
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn

联系人: 王宁
电话: 021-58351893
邮箱: wn@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.52
流通 A 股(亿股)	1.06
52 周内股价区间(元)	34.17-124.35
总市值(亿元)	58.66
总资产(亿元)	23.76
每股净资产(元)	18.73

相关研究

目 录

1 深耕高空安全领域，业务聚焦风电行业	1
1.1 风电塔筒升降设备龙头，盈利能力强	1
1.2 受益于风电行业景气，近年来业绩稳步增长	3
1.3 股权结构集中稳定，管理层持股陪伴公司成长	4
2 盈利预测与估值	5
2.1 盈利预测	5
2.2 相对估值	5
3 风险提示	6

1 深耕高空安全领域，业务聚焦风电行业

1.1 风电塔筒升降设备龙头，盈利能力强

公司深耕高空安全领域，是国内风电塔筒升降设备龙头。2005 年，公司前身中际有限成立，主要从事高空安全作业吊篮生产，产品主要销往国外，应用于建筑业、石油化工等行业。在海外销售过程中，公司发现风电专用高空安全升降设备的市场空间广阔，在 2006 年开始研发塔筒升降机。2008 年金融危机爆发后，公司主要面向国外建筑业市场的高空安全作业吊篮产品受到很大影响，开始将业务重心从国外市场转向国内市场、从建筑业领域转向风电领域。2009 年，公司交付了第一台海上风电场塔筒升降机，开始拓展风电市场。2010 年至 2014 年，公司先后开发了智能助爬器和免爬器产品，进一步丰富了高空安全升降设备产品系列。2018 年，公司在经过严格技术审核、试样后，进入维斯塔斯和 GE 风能的合格供应商名单，带动公司海外业务快速增长。2021 年，公司成功登录上交所主板，进入发展新阶段。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，官网，西南证券整理

公司主营业务可分为专用高空安全作业设备和高空安全作业服务两大板块。1) 专用高空安全作业设备包括高空安全升降设备和高空安全防护设备，其中高空安全升降设备可在充分保障高空作业人员安全的同时，减轻人员负担、提升工作效率，主要包括塔筒升降机、免爬器、助爬器等；高空安全防护设备可以保护高空作业人员日常工作安全及在发生突发意外情况时提供安全防护，主要包括防坠落系统、救生缓降器、爬梯、滑轨等。2) 高空安全作业服务是针对客户高空设备进行维修、维护，主要包括风机高空检修维护服务，电网、通信、桥梁、火电厂锅炉、烟囱等的维修和定期维护服务。

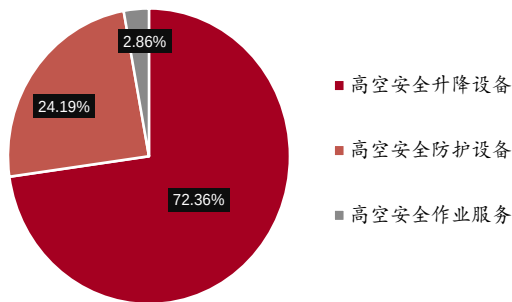
图 2：公司主营业务图谱



数据来源：公司招股说明书，官网，西南证券整理

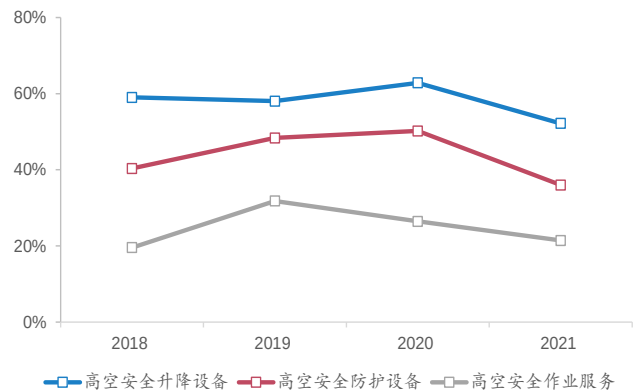
- 1) **专用高空安全作业设备营收高速增长，毛利率较高。**2021 年，公司专用高空安全作业设备营收 8.5 亿元，同比增长 28.0%，收入占比为 96.6%，毛利率为 48.1%。在专用高空安全作业设备中，高空安全升降设备营收贡献最大，占比为 74.9%，毛利率在 2018-2020 年间始终保持在 60%左右，2021 年受会计政策调整及原材料价格上涨影响，毛利率同比下降 10.7 个百分点，为 52.2%；2021 年高空安全防护设备营收为 2.1 亿元，毛利率为 36.0%，同比下降 14.2 个百分点。
- 2) **高空安全作业服务体量较小，毛利率略低。**2021 年，公司高空安全作业服务营收 0.3 亿元，收入占比为 2.9%，毛利率为 21.5%，同比下降 5.0 个百分点。

图 3：2021 年专用高空安全作业设备占比为 96.6%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：高空安全升降设备毛利率最高

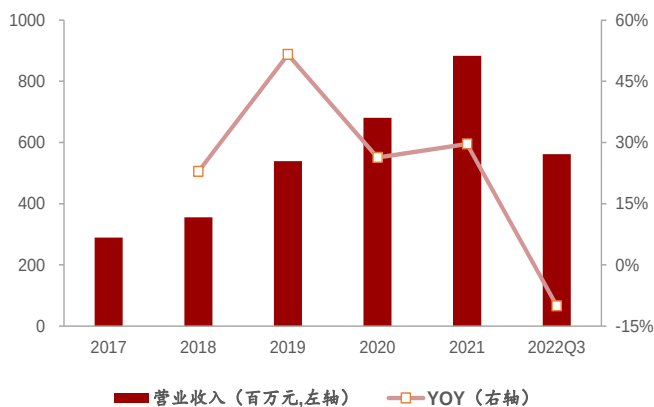


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 受益于风电行业景气，近年来业绩稳步增长

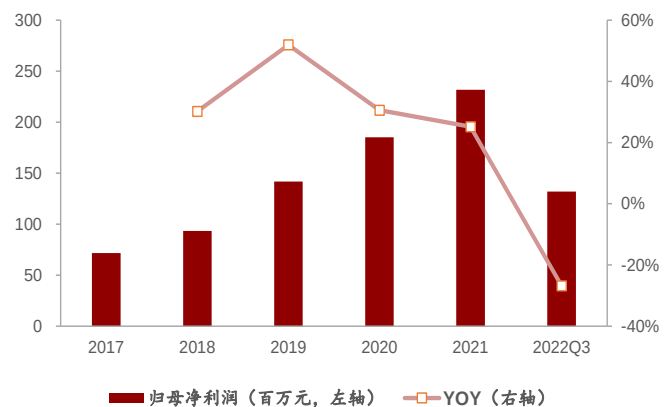
受益于风电行业持续高景气，近年来公司营收和归母净利润均实现持续高增长。2021 年公司实现营收 8.8 亿元，同比增长 29.6%，2019-2021 年三年 CAGR 为 35.4%；实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 25.2%，2019-2021 年三年 CAGR 为 35.4%，业绩稳步增长主要系下游风电行业呈现快速发展趋势。2022 年前三季度营收 5.6 亿元，同比减少 10.0%；归母净利润为 1.3 亿元，同比减少 26.9%。

图 5：2019-2021 年公司营收三年 CAGR 为 35.4%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2019-2021 年归母净利润三年 CAGR 为 35.4%



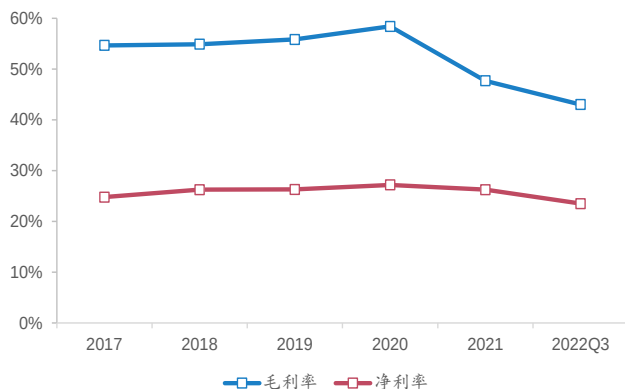
数据来源：Wind，西南证券整理

毛利率保持高位，净利率相对稳定。2018-2020 年，公司综合毛利率保持在 55%左右，2021 年原材料价格上涨以及会计政策调整，公司综合毛利率降至 47.7%，同比下降 10.7 个百分点。近年来，公司净利率稳定保持在 26%上下，2021 年为 26.3%，同比略降 0.9 个百分点。2022 年前三季度公司综合毛利率为 43.0%，同比减少 13.3 个百分点；净利率为 23.5%，同比减少 5.4 个百分点。

会计政策调整后，公司期间费用率大幅下降。2021 年公司调整会计政策，将为了履行合同而发生的运输费和安装费计入主营业务成本，导致销售费用率同比大幅下降 7.8 个百分点。2021 年公司期间费用率为 21.3%，同比下降 8.1 个百分点。2022 年前三季度期间费用

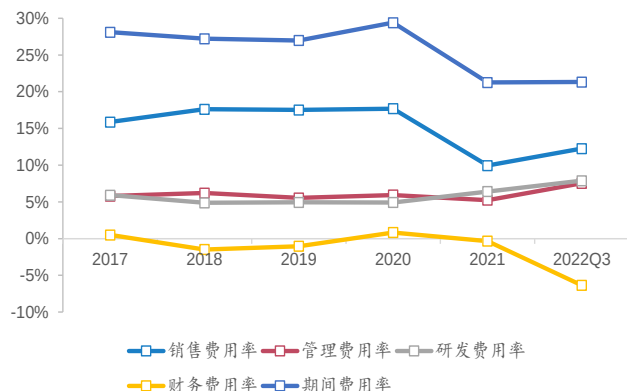
率为 21.3%，同比减少 4.4 个百分点；细分来看，销售、管理、研发、财务费用率分别为 12.3%、7.5%、7.9%、-6.4%。

图 7：2021 年公司综合毛利率为 47.7%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2021 年公司期间费用率为 21.3%

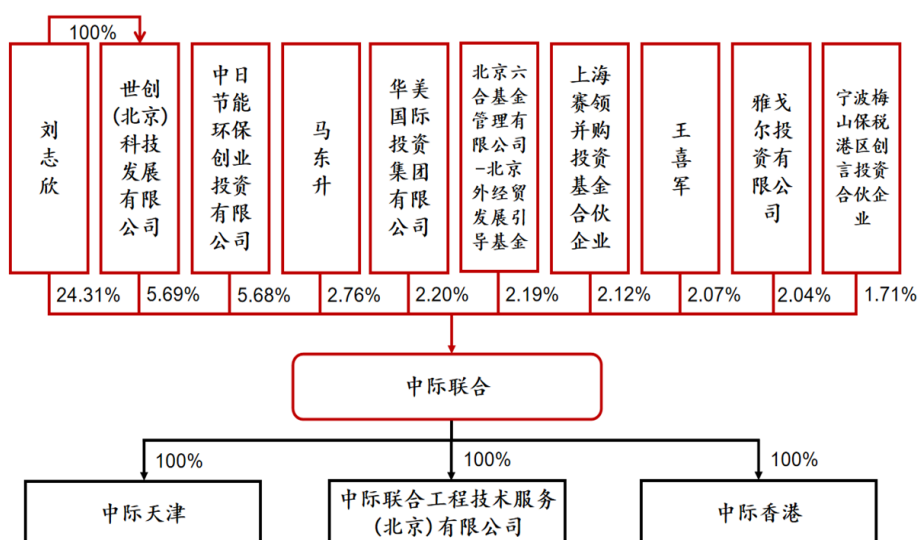


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 股权结构集中稳定，管理层持股陪伴公司成长

公司股权结构集中稳定，管理层持股陪伴公司成长。公司实际控制人为刘志欣，直接持有公司 24.31% 股份，通过世创发展间接持有公司 5.69% 股份，合计持有公司 30.0% 股份。公司董事、副总经理马东升与王喜军均为公司前十大股东，核心管理层利益与公司深度绑定，陪伴公司共同成长。

图 9：公司实际控制人刘志欣合计持有公司 30.0% 股权



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2022 年受新冠疫情及其他因素影响，国内风电装机需求较弱，随着产业链快速降本，预计 2023 年之后风电装机需求快速上升，假设公司 2022-2024 年高空升降设备销量增速为-10%、60%、30%。

假设 2：随着风电装机量持续增加，维修维护服务需求逐渐旺盛，假设 2022-2024 年公司高空安全作业服务订单保持 30%的复合增速。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
专用高空安全作业设备	收入	852.39	767.15	1150.73	1438.41
	增速	27.98%	-10.00%	50.00%	25.00%
	毛利率	48.13%	45.00%	48.00%	50.00%
高空安全作业服务	收入	25.27	32.85	42.71	55.52
	增速	103.30%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	21.45%	20.00%	21.00%	22.00%
其他业务	收入	5.17	6.72	8.74	11.36
	增速	102.46%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	99.81%	90.00%	90.00%	90.00%
合计	收入	882.84	806.73	1202.17	1505.29
	增速	29.64%	-8.62%	49.02%	25.21%
	毛利率	47.67%	44.36%	47.35%	49.27%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取海上风电管桩龙头海力风电、风电法兰龙头恒润股份、风电运维公司容知日新作为可比公司，3 家可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 54、27、19 倍。中际联合是国内风电升降设备龙头，具备技术领先优势，产品受到国内外知名品牌认可，将持续受益于风电行业发展和海外市场拓展。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.0、3.0、3.9 亿元，未来三年归母净利润复合增长率为 18.6%，给予公司 2023 年 25 倍 PE，目标价 49.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2022 年 11 月 2 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
301155.SZ	海力风电	103.00	5.12	1.37	3.92	5.73	24	75	26	18
603985.SH	恒润股份	26.74	1.30	0.77	1.35	1.86	41	35	20	14
688768.SH	容知日新	108.11	1.48	2.16	3.17	4.57	75	52	35	24
可比公司平均值							53	54	27	19

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1) 风电装机不及预期。公司的主要下游客户为风电行业企业，2021 年风电行业收入占比达 99.2%，如果国内风电新增装机量低于预期，将对公司产品销售产生重大影响。

2) 新冠疫情风险。我国新冠疫情尚未结束，如果未来公司主要销售区域出现疫情，将导致公司无法及时发货或安装验收，将对公司生产经营产生一定影响。

3) 原材料价格波动风险。公司主要原材料包括铝材、钢丝绳、电线电缆等生产用材料，2021 年直接材料成本占当期营业成本的比例为 71.6%，占比较大，如果原材料价格出现大幅上涨，将对公司经营业绩产生不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	882.84	806.72	1202.17	1505.28	净利润	231.71	196.72	301.67	386.73
营业成本	461.97	448.88	632.99	763.64	折旧与摊销	8.95	6.34	6.34	6.34
营业税金及附加	5.04	4.03	6.01	7.53	财务费用	-2.95	-46.11	-18.30	8.30
销售费用	87.76	92.77	120.22	143.00	资产减值损失	-0.32	2.40	5.50	5.50
管理费用	46.23	121.01	156.28	180.63	经营营运资本变动	-96.74	35.38	-185.45	-150.09
财务费用	-2.95	-46.11	-18.30	8.30	其他	-27.32	-4.72	-21.38	-24.15
资产减值损失	-0.32	2.40	5.50	5.50	经营活动现金流净额	113.33	190.02	88.39	232.64
投资收益	16.97	15.00	20.00	20.00	资本支出	0.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	6.79	15.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	22.00	25.00	25.00	投资活动现金流净额	7.00	15.00	20.00	20.00
营业利润	264.29	220.73	344.47	441.68	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.09	0.30	0.30	0.30	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	264.38	221.03	344.77	441.98	股权融资	969.34	0.00	0.00	0.00
所得税	32.67	24.31	43.10	55.25	支付股利	-55.55	-46.34	-39.34	-60.33
净利润	231.71	196.72	301.67	386.73	其他	-3.91	41.22	18.30	-8.30
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	909.88	-5.12	-21.05	-68.64
归属母公司股东净利润	231.71	196.72	301.67	386.73	现金流量净额	1024.02	199.89	87.34	184.00
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1590.53	1790.43	1877.77	2061.77	成长能力				
应收和预付款项	504.63	462.83	682.44	858.75	销售收入增长率	29.64%	-8.62%	49.02%	25.21%
存货	178.76	173.69	244.02	295.41	营业利润增长率	24.89%	-16.48%	56.06%	28.22%
其他流动资产	3.36	3.07	4.58	5.74	净利润增长率	25.17%	-15.10%	53.35%	28.20%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	20.65%	-33.05%	83.74%	37.23%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	66.47	62.31	58.15	53.99	毛利率	47.67%	44.36%	47.35%	49.27%
无形资产和开发支出	15.65	13.87	12.09	10.31	三费率	14.84%	20.78%	21.48%	22.05%
其他非流动资产	16.68	16.28	15.88	15.47	净利率	26.25%	24.38%	25.09%	25.69%
资产总计	2376.09	2522.47	2894.92	3301.43	ROE	11.25%	8.91%	12.21%	13.83%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.75%	7.80%	10.42%	11.71%
应付和预收款项	253.98	299.02	407.23	486.00	ROIC	47.73%	30.07%	48.09%	50.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.62%	22.43%	27.66%	30.31%
其他负债	61.76	15.41	17.31	18.66	营运能力				
负债合计	315.74	314.43	424.55	504.66	总资产周转率	0.49	0.33	0.44	0.49
股本	110.00	151.80	151.80	151.80	固定资产周转率	13.22	12.53	19.96	26.85
资本公积	1263.28	1221.48	1221.48	1221.48	应收账款周转率	3.51	2.89	3.60	3.37
留存收益	684.39	834.76	1097.09	1423.49	存货周转率	2.59	2.54	3.01	2.81
归属母公司股东权益	2060.35	2208.04	2470.37	2796.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.64%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2060.35	2208.04	2470.37	2796.77	资产负债率	13.29%	12.47%	14.67%	15.29%
负债和股东权益合计	2376.09	2522.47	2894.92	3301.43	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.47	8.00	6.79	6.52
					速动比率	6.88	7.43	6.20	5.92
					股利支付率	23.97%	23.56%	13.04%	15.60%
					每股指标				
					每股收益	1.53	1.30	1.99	2.55
					每股净资产	13.57	14.55	16.27	18.42
					每股经营现金	0.75	1.25	0.58	1.53
					每股股利	0.37	0.31	0.26	0.40
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	270.29	180.97	332.52	456.32					
PE	25.31	29.82	19.44	15.17					
PB	2.85	2.66	2.37	2.10					
PS	6.64	7.27	4.88	3.90					
EV/EBITDA	9.80	22.45	11.95	8.31					
股息率	0.95%	0.79%	0.67%	1.03%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn