

同力日升 (605286.SH)

电梯部件龙头蓄力成长赛道，打造一流的储能系统集成商

公司是电梯部件头部企业，切入储能/新能源电站领域强化成长性。公司深耕电梯行业多年，主要从事电梯部件及电梯金属材料的研发、生产和销售，主要产品包括扶梯部件、直梯部件和电梯金属材料等三大类，凭借过硬的产品质量，公司客户涵盖了如迅达、奥的斯在内的世界知名电梯整机厂。2021年公司传统电梯实现营业收入22.96亿元，较上年度增长31.24%，创历史新高。电梯业务的稳定经营为公司带来了良好的现金流和资产结构，公司资产负债率从2016年持续下降至2021年的26.26%。2021年公司并购天启鸿源，切入储能/新能源电站领域，以此提升公司的发展前景，并对天启鸿源核心团队进行股权激励，2022-2024年业绩考核目标为净利润不低于0.8/1.5/2.5亿元，由此彰显公司对天启鸿源未来发展的强烈信心。

电梯行业需求平稳，更新和加装市场带来新变化。电梯整梯市场需求与房地产市场有较大的关联性，随着我国城镇化进入中后期，叠加房地产调控政策影响，房地产行业进入平台期，国内电梯行业增速趋于平缓。但从行业内部看，我国人均电梯保有量较发达国家仍低，政策加码下老旧小区电梯加装需求有望持续释放，而从电梯使用寿命上看，我国电梯使用寿命约为15年，目前正逐步进入存量市场替换高峰期。另外，考虑到公司作为电梯部件龙头，积极拓宽产品品类，并向上游材料一体化布局，加上优质的下游客户，未来市占率有望进一步提升。

储能市场乘风起，子公司天启鸿源技术优势明显。光伏+风电装机量持续上行背景下，储能作为可有效解决消纳问题并提升电网稳定性的方式，市场空间打开。在众多储能方式中，电化学储能优势明显，有望迎来未来储能行业发展方向，预计2026年中国电化学储能市场规模有望超600亿元。从产业链角度看，储能系统集成位于电化学储能产业链中游，其是建设储能电站的关键，而集成商技术差异是体现项目盈利性的关键。目前储能系统集成商百花齐放，公司旗下子公司天启鸿源技术优势明显，自主掌握PCS、BMS、EMS核心技术。其通过独有的“天启AI智能存储模块”能大幅延长储能系统使用寿命，减少系统维护成本，在集成商中优势明显，未来凭借技术优势，公司储能业务有望快速放量，在行业内脱颖而出。

投资建议：我们预计2022-2024年公司实现营收36.01/74.59/105.64亿元，实现归母净利润2.25/3.98/6.19亿元，对应PE为41.6/23.6/15.1x，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨、宏观经济下行、项目进展不及预期、市场规模测算误差风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,749	2,296	3,601	7,459	10,564
增长率yoy(%)	15.7	31.2	56.9	107.1	41.6
归母净利润(百万元)	147	151	225	398	619
增长率yoy(%)	28.5	2.5	49.4	76.6	55.8
EPS最新摊薄(元/股)	0.83	0.85	1.26	2.23	3.48
净资产收益率(%)	19.5	10.2	15.8	25.5	28.5
P/E(倍)	63.8	62.2	41.6	23.6	15.1
P/B(倍)	12.4	6.4	5.6	4.6	3.5

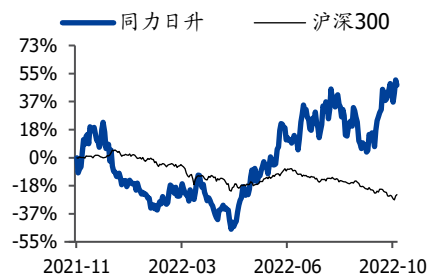
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年11月2日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	专用设备
前次评级	买入
11月2日收盘价(元)	52.65
总市值(百万元)	9,371.70
总股本(百万股)	178.00
其中自由流通股(%)	26.97
30日日均成交量(百万股)	3.89

股价走势



作者

分析师 张一鸣

执业证书编号: S0680522070009

邮箱: zhangyiming@gszq.com

研究助理 欧阳蕊

执业证书编号: S0680121120007

邮箱: ouyangrui3@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	772	1465	2733	5783	6688
现金	127	283	963	1995	2826
应收票据及应收账款	401	597	933	2272	2242
其他应收款	2	6	6	18	15
预付账款	35	61	90	222	219
存货	201	268	489	1025	1134
其他流动资产	6	252	252	252	252
非流动资产	370	534	701	1204	1541
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	228	297	454	929	1248
无形资产	89	86	89	92	96
其他非流动资产	53	151	158	183	197
资产总计	1141	1999	3433	6987	8229
流动负债	384	521	1692	4683	5042
短期借款	114	202	1162	3615	3913
应付票据及应付账款	211	251	461	997	1057
其他流动负债	59	68	69	71	72
非流动负债	4	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	4	4	4
负债合计	388	525	1695	4686	5046
少数股东权益	0	0	49	236	521
股本	126	168	178	178	178
资本公积	201	752	752	752	752
留存收益	426	555	815	1365	2205
归属母公司股东权益	753	1474	1689	2065	2662
负债和股东权益	1141	1999	3433	6987	8229

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	128	-135	-38	-725	1154
净利润	147	151	274	585	904
折旧摊销	29	34	40	76	123
财务费用	6	3	25	102	161
投资损失	-1	-5	-1	-6	-20
营运资金变动	-57	-331	-375	-1480	-13
其他经营现金流	4	13	0	-1	-1
投资活动现金流	-2	-360	-205	-572	-439
资本支出	46	66	167	503	337
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	44	-294	-39	-69	-102
筹资活动现金流	-92	650	-36	-124	-183
短期借款	-85	89	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	42	10	0	0
资本公积增加	0	550	0	0	0
其他筹资现金流	-6	-31	-46	-124	-183
现金净增加额	34	156	-279	-1421	532

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1749	2296	3601	7459	10564
营业成本	1450	1966	3031	6207	8746
营业税金及附加	8	9	13	28	39
营业费用	11	13	27	60	70
管理费用	56	60	90	183	243
研发费用	48	70	108	224	296
财务费用	6	3	25	102	161
资产减值损失	0	0	-1	-1	-2
其他收益	5	10	7	8	8
公允价值变动收益	0	2	0	1	1
投资净收益	1	5	1	6	20
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	172	177	315	672	1039
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	5	2	2	2
利润总额	173	173	314	671	1038
所得税	26	22	41	87	134
净利润	147	151	274	585	904
少数股东损益	0	0	49	187	285
归属母公司净利润	147	151	225	398	619
EBITDA	205	211	377	847	1317
EPS (元)	0.83	0.85	1.26	2.23	3.48

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	15.7	31.2	56.9	107.1	41.6
营业利润(%)	30.5	3.2	77.6	113.3	54.7
归属于母公司净利润(%)	28.5	2.5	49.4	76.6	55.8
获利能力					
毛利率(%)	17.1	14.4	15.8	16.8	17.2
净利率(%)	8.4	6.6	6.3	5.3	5.9
ROE(%)	19.5	10.2	15.8	25.5	28.5
ROIC(%)	17.2	9.2	10.3	11.8	15.8
偿债能力					
资产负债率(%)	34.0	26.3	49.4	67.1	61.3
净负债比率(%)	-1.2	-5.1	11.7	70.9	34.4
流动比率	2.0	2.8	1.6	1.2	1.3
速动比率	1.4	2.1	1.2	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.5	1.3	1.4	1.4
应收账款周转率	4.8	4.6	4.7	4.7	4.7
应付账款周转率	7.7	8.5	8.5	8.5	8.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.85	1.26	2.23	3.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	-0.76	-0.21	-4.07	6.48
每股净资产(最新摊薄)	4.23	8.28	9.43	11.54	14.90
估值比率					
P/E	63.8	62.2	41.6	23.6	15.1
P/B	12.4	6.4	5.6	4.6	3.5
EV/EBITDA	45.8	43.2	25.0	13.0	8.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 11 月 2 日收盘价

内容目录

一、同力日升：国内电梯部件领先企业.....	5
1.1 公司是电梯部件龙头，切入储能领域增添成长机能.....	5
1.2 公司业绩稳定增长，现金流持续保持良好状态.....	7
1.3 股权结构集中，推出激励计划彰显公司转型决心.....	9
二、红海市场增速平稳，更新和加装需求增添电梯行业活力.....	10
2.1 电梯市场集中度高，外资品牌较为领先.....	10
2.2 电梯市场进入存量时代，更新和加装市场带来新变化.....	12
2.3 公司产品种类丰富且质量可靠，深受头部整梯企业信赖.....	15
三、储能/新能源电站：行业景气度向上，争做时代弄潮儿.....	16
3.1 光伏+风电新增装机量迎爆发，带动储能市场乘风而起.....	16
3.2 电化学储能优势明显，引领储能行业未来发展方向.....	21
3.3 电化学储能空间广阔，储能系统集成是关键一环.....	23
3.4 天启鸿源优势领先，技术+经验优势保证充足的项目订单.....	28
四、盈利预测与估值.....	30
五、风险提示.....	31

图表目录

图表 1: 公司主要电梯产品情况.....	5
图表 2: 公司主要电梯产品示意图.....	5
图表 3: 公司发展历程.....	6
图表 4: 天启鸿源储能系统集成业务示意图.....	6
图表 5: 天启鸿源新能源电站业务运营模式.....	7
图表 6: 公司营业收入及归母净利润情况.....	7
图表 7: 公司收入按照业务拆分.....	7
图表 8: 公司毛利率、净利率在 2021 年出现下滑.....	8
图表 9: 公司各业务毛利率情况.....	8
图表 10: 公司资产负债率情况.....	8
图表 11: 公司资产周转情况.....	8
图表 12: 公司最近三年管理费用率稳定.....	9
图表 13: 公司研发费用情况（亿元）.....	9
图表 14: 公司股权结构和子公司情况（截至 2022 年三季度）.....	9
图表 15: 公司股权激励情况.....	10
图表 16: 本激励计划设置的业绩考核目标.....	10
图表 17: 电梯产业链情况.....	11
图表 18: 2019 全球电梯市场竞争格局.....	11
图表 19: 2020 年电梯国内市场竞争格局.....	11
图表 20: 2020 年中国电梯行业梯队.....	12
图表 21: 2002-2022 前三季度我国房屋施工面积.....	12
图表 22: 2016-2022H1 中国电梯产量变化.....	13
图表 23: 2018 年全球主要国家或地区人均电梯保有量.....	13
图表 24: 2018 年中国主要城市人均电梯保有量.....	13
图表 25: 全国关于推广加装电梯工程相关政策.....	14

图表 26: 各省市对加装电梯补贴政策.....	14
图表 27: 中国电梯和自动扶梯新增安装量及换装需求测算量.....	15
图表 28: 子公司产品及主要业务.....	15
图表 29: 公司主要头部整梯客户展示.....	16
图表 30: 2017-2022 前三季度中国累计风光发电装机量.....	17
图表 31: 2017-2021 中国光伏、风电弃光、弃风率情况.....	17
图表 32: 全球光伏新增装机量预测.....	17
图表 33: 全球风电新增装机量预测.....	17
图表 34: 储能系统加速可再生能源大规模应用.....	18
图表 35: 2021 年光伏风电配置储能相关政策.....	18
图表 36: 配套储能与独立/共享储能的区别.....	19
图表 37: 配套储能与独立储能运营方式区别.....	19
图表 38: 共享储能运营模式.....	20
图表 39: 全国关于推广储能的指导文件及近期招标情况.....	20
图表 40: 抽水蓄能示意图.....	21
图表 41: 电化学储能示意图.....	21
图表 42: 2021 年全球累计已投电力储能项目装机结构.....	22
图表 43: 2021 年中国累计已投电力储能项目装机结构.....	22
图表 44: 主要储能技术路线比较.....	22
图表 45: 中国电化学储能市场规模测算.....	23
图表 46: 电化学储能产业链.....	24
图表 47: 储能系统核心组件作用及代表企业.....	24
图表 48: 储能系统工作原理.....	25
图表 49: 国内市场中国储能集成商出货量排名.....	25
图表 50: 海外市场中国储能集成商出货量排名.....	25
图表 51: 中国主要储能集成商.....	26
图表 52: 储能电站下游应用示意图.....	27
图表 53: 储能下游应用终端.....	27
图表 54: 2015-2020 全球新增电化学储能各应用领域装机分布.....	28
图表 55: 2021 年中国电化学储能各领域应用分布.....	28
图表 56: 天启鸿源产品及技术进展.....	28
图表 57: 天启鸿源管理层从业经历.....	29
图表 58: 天启鸿源已完成及在手订单情况.....	29
图表 59: 同力日升主营业务收入拆分(亿元).....	30
图表 60: 可比公司估值对比(总市值取 2022/11/2 收盘价, 可比标的盈利预测取 Wind 预测值).....	31

一、同力日升：国内电梯部件领先企业

1.1 公司是电梯部件龙头，切入储能领域增添成长机能

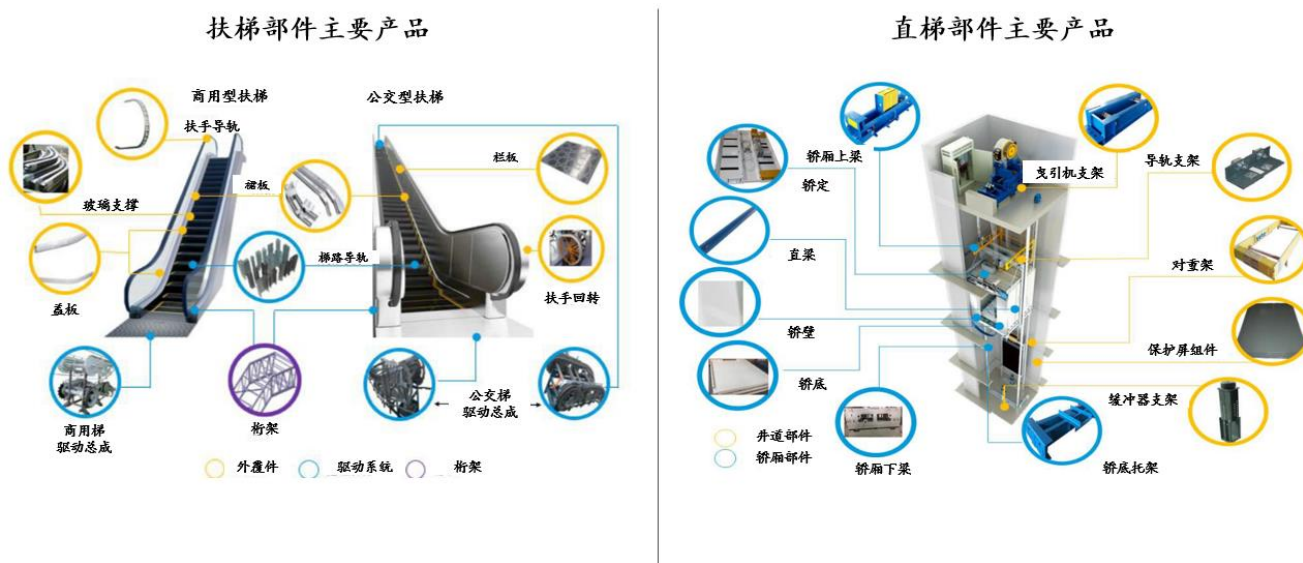
电梯部件行业头部企业，产品实现全品类覆盖。公司深耕电梯行业多年，主要从事电梯部件及电梯金属材料的研究、生产和销售，主要产品包括扶梯部件、直梯部件和电梯金属材料等三大类，具体产品类别包括扶梯部件-外覆件、驱动系统、桁架，直梯部件-井道部件、轿厢部件和电梯金属材料等。公司电梯配套产品种类丰富、规格多样，覆盖了电梯金属配套产品的绝大多数类别，可满足电梯主机厂商的“一站式、多样化”采购需求，在电梯配套产品领域处于领先地位。此外，公司配备先进的自动化设备和经验丰富的生产技术人员，具有质量高、效率快、成本控制好等优势。

图表 1: 公司主要电梯产品情况

业务	产品	具体产品内容
扶梯部件	外覆件	裙板、盖板、玻璃支撑、栏板、扶手回转等
	驱动系统	驱动总成、梯路导轨、扶手导轨等
	桁架	扶梯桁架
	其他部件	扶梯其他类型的零部件
直梯部件	井道部件	导轨支架、曳引机支架、对重架、保护屏组件、缓冲器支架等
	轿厢部件	轿厢上 / 下梁、直梁、轿顶 / 底、轿底托架、轿壁等
电梯金属材料	电梯金属材料主要产品为电梯或部件厂家生产的各类不锈钢产品，对高强度的不锈钢金属材料做对角线、平整度、表面纹路处理，并实现规模化裁切，对制造商的工艺技术水平 and 设备要求高。	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

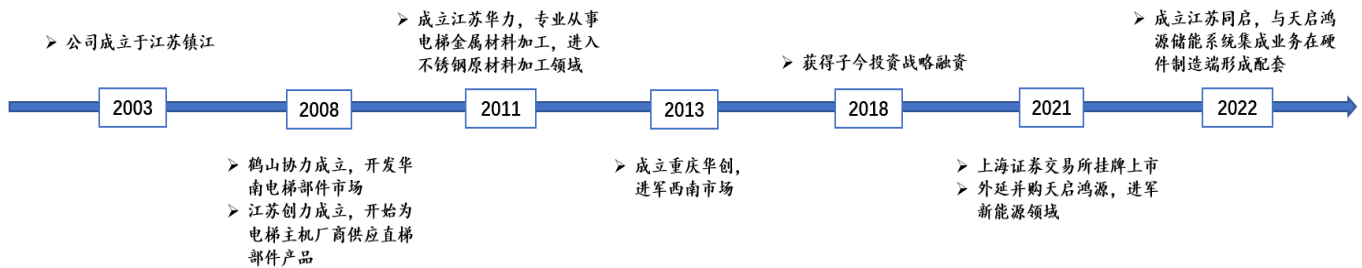
图表 2: 公司主要电梯产品示意图



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

纵向加强电梯业务竞争优势，并购天启公司开启新征程。公司成立于2003年，成立之初主要生产扶梯部件，为长三角地区电梯主机厂商提供配套产品；2008年成立鹤山协力，开发华南电梯部件市场，同年，江苏创力成立，开始为电梯主机厂商供应直梯部件产品，进一步丰富自身产品体系；2013年，成立重庆华创，满足当地电梯整梯厂商的就近配套需求，至此形成了公司现有的区域布局、产品体系和客户群。随着我国城市化率逐渐提高，电梯制造行业也将进入成熟期，2021年公司并购天启鸿源，切入发展更快、市场更大的储能、新能源电站领域，以此提升公司的发展前景；2022年公司与天启鸿源合资设立江苏同启新能源科技有限公司，与天启鸿源的储能系统集成业务在硬件制造端形成配套。

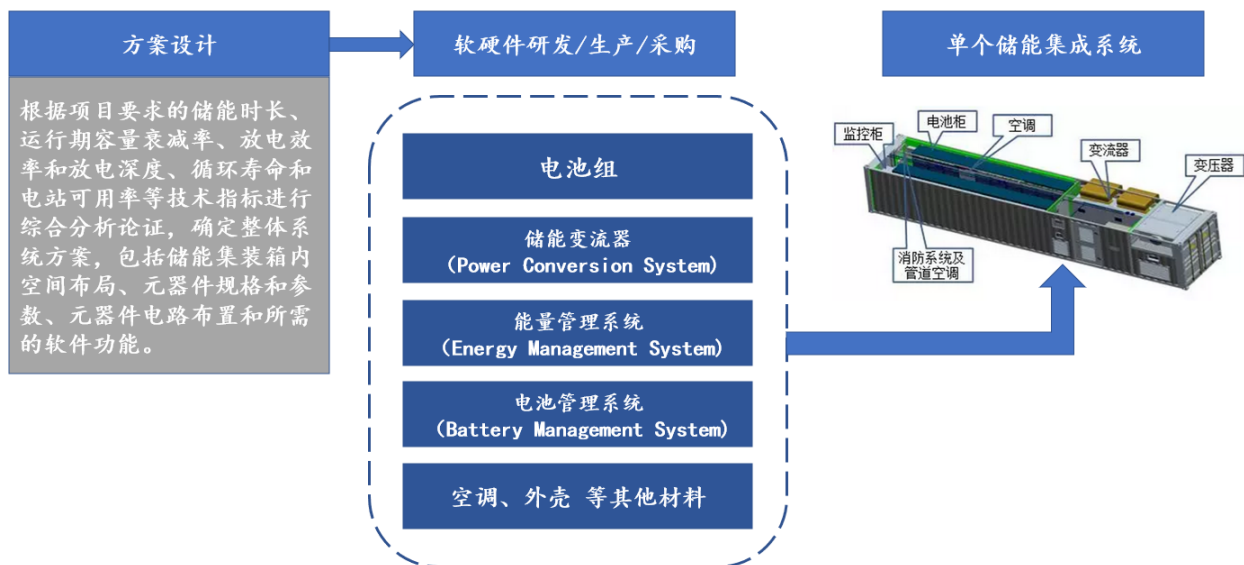
图表3: 公司发展历程



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

天启鸿源主要业务分为储能系统集成业务和新能源电站业务。2022年5月，公司完成对天启鸿源51%股权的收购。天启鸿源成立于2019年，主要业务分为两类，一类为储能系统集成业务（21年营收占比9.93%）主要是为电化学储能系统提供方案设计、物料采购或生产、实施等全过程或若干阶段的技术服务；另一类为新能源电站业务（21年营收占比89.85%）。公司新能源电站业务分为两类：一类为通过联合投标或分包的方式，参与第三方开发的新能源电站项目；一类为自主开发建设或联合第三方建设的方式设计、建设电站。公司客户范围涵盖大型央企、国企等，天启鸿源所处行业发展前景良好，未来业务增长具有可持续性。

图表4: 天启鸿源储能系统集成业务示意图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 天启鸿源新能源电站业务运营模式

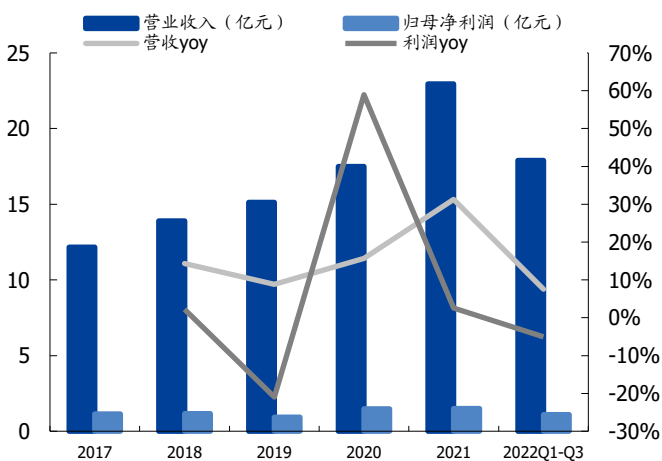
	获取项目方式	盈利方式
新能源电站业务	通过联合投标或分包的方式, 参与第三方开发的新能源电站项目	参与项目设计、建设及运维, 取得建造合同收入
	通过自主开发建设或联合第三方建设的方式设计、建设电站	建成后通过将电站转让获取收益, 或者通过持续运营电站取得电站的发电收益。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 公司业绩稳定增长, 现金流持续保持良好状态

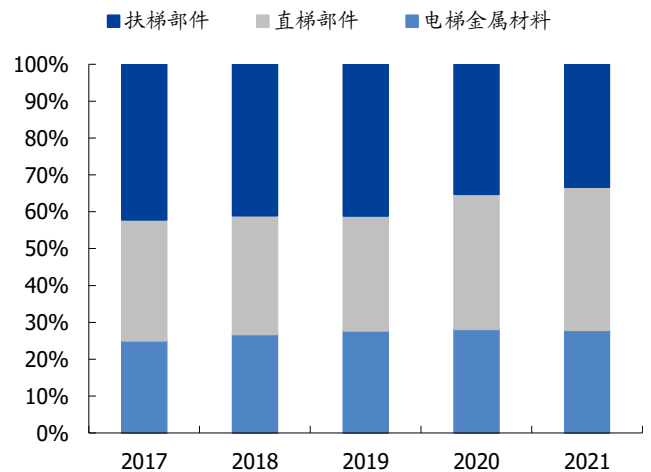
营业收入逐年提升, 归母净利润保持稳定。2021 年公司传统电梯实现营业收入 22.96 亿元, 较上年度增长 31.24%, 创历史新高; 实现归母净利润 1.51 亿, 同比增长 2.55%。利润增速落后于收入增速主要是受原材料碳钢、不锈钢价格上涨所致。2022 年上半年, 疫情持续扰动, 全国电梯、自动扶梯及升降机累计产量同比下降 11.5%, 公司通过稳健经营, 积极应对 3 月末至 5 月末上海疫情的不利影响, 在上海及周边地区主要客户全面停产的不利情形下, 主动调整生产节奏, 全力配合上海区域客户复产爬坡, 并在三季度加速恢复生产和发货, 2022 年前三季度公司收入和利润基本保持稳定。

图表 6: 公司营业收入及归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

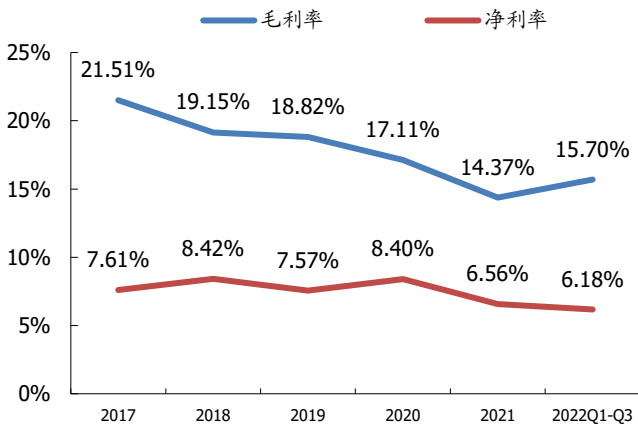
图表 7: 公司收入按照业务拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

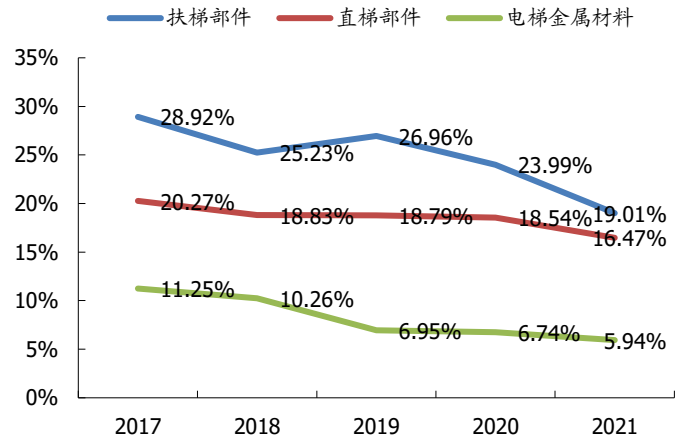
利润率有望企稳回升, 扶梯部件与直梯部件毛利率相对较高。2021 年扶梯部件占到公司主营业务收入比重达到 33.3%, 直梯部件占比达到 38.8%, 电梯金属材料占比达到 27.9%。从各细分产品的毛利率看, 扶梯部件与直梯部件毛利率水平较金属材料产品更高。从公司整体利润率水平看, 公司毛利率在 2021 年出现较为明显的下降, 达 14.37%, 主要是因为 2021 年材料成本价格大幅度上涨, 由此带动公司净利率水平也出现一定程度下滑, 预计随着原材料价格的逐步下降, 公司利润率水平有望企稳回升。

图表 8: 公司毛利率、净利率在 2021 年出现下滑



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

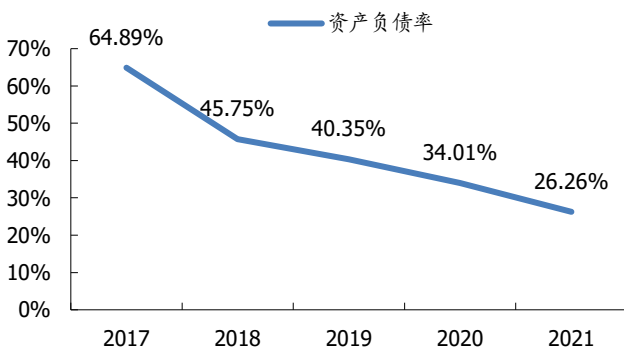
图表 9: 公司各业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

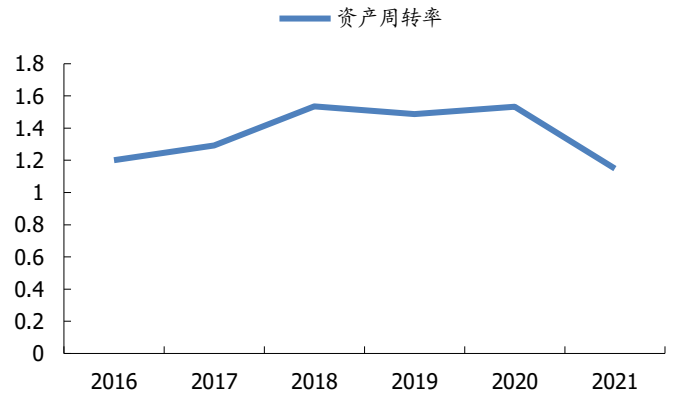
公司经营状况良好, 具备较强的费用控制能力。公司多年来经营持续稳健, 电梯业务为公司带来了充足的现金流, 资产负债率持续下降, 2021 年资产负债率仅为 26.26%, 为公司后续并购天启鸿源提供了充足的现金流保证。此外, 公司重视研发, 研发投入不断加速, 2017 年至 2021 年公司研发费用从 3400 万元增长至 7000 万元, 研发投入不断增加。期间费用率方面, 公司销售费用率从 2017 年的 2.96% 下降至 2021 年的 0.59%。管理费用率常年保持在 3% 左右, 整体看, 公司具备较强的费用管控能力。

图表 10: 公司资产负债率情况



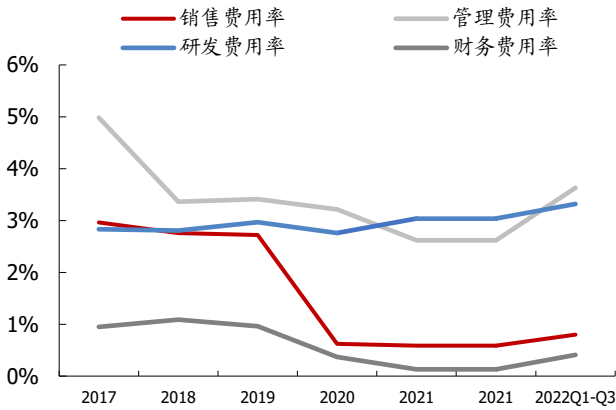
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司资产周转情况



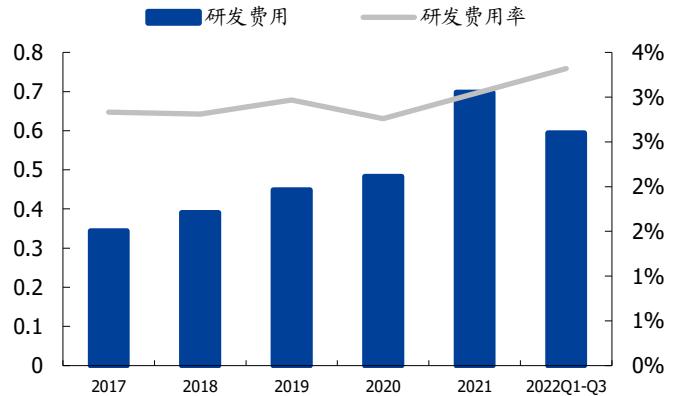
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 公司最近三年管理费用率稳定



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 公司研发费用情况 (亿元)

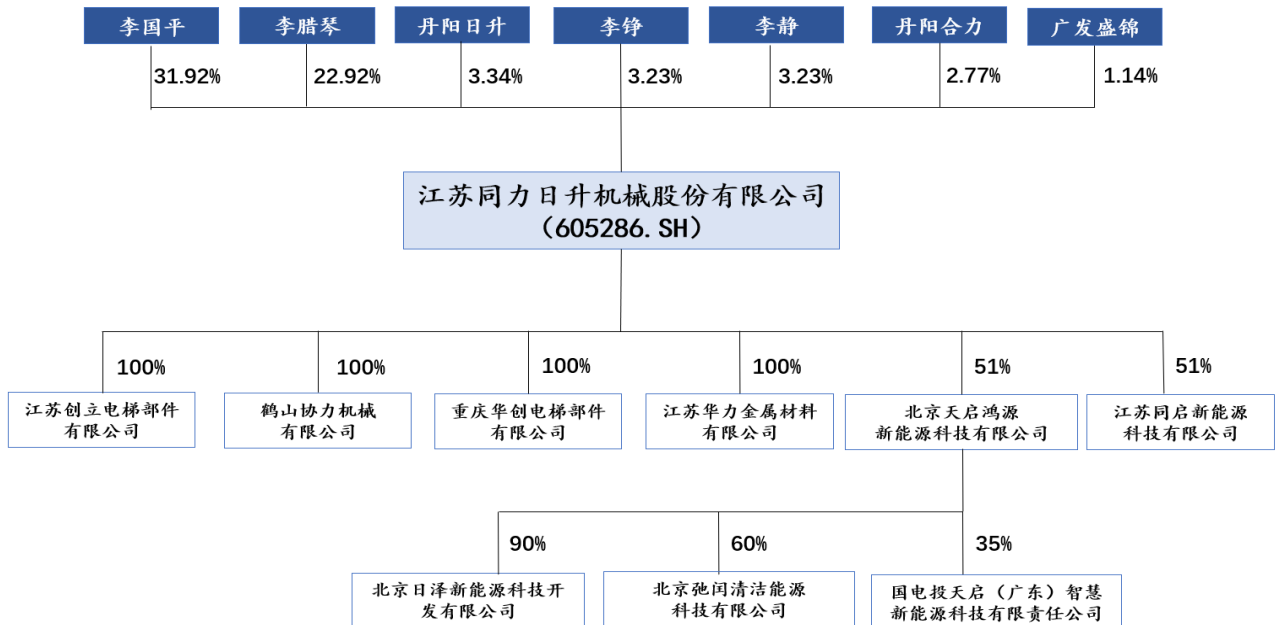


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 股权结构集中, 推出激励计划彰显公司转型决心

公司股权集中且结构稳定, 有利于保持决策高效性。公司实际控制人是李国平先生, 现任江苏同力日升机械股份有限公司董事长兼总经理、法人代表, 李国平先生直接持有公司合计 31.92% 的股权, 是公司的控股股东, 其妻子李腊琴女士持有公司 22.92% 的股权, 是公司第二大股东, 此外, 李国平先生的子女李铮、李静各持有公司 3.23% 的股权, 是公司第三大个人股东。整体看, 高度集中且稳定的股权有利于公司决策的高效性。

图表 14: 公司股权结构和子公司情况 (截至 2022 年三季报)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司向天启鸿源创始团队授予限制性股票 1000 万股进行激励。天启鸿源核心管理团队具有中广核、北控清洁能源等从业经历, 是国内最早从事新能源电站业务的团队之一。为充分调动天启鸿源董事、高级管理人员及核心人员的积极性, 公司计划对天启鸿源创始团队进行股权激励。激励对象为天启鸿源董事长、总经理王野, 董事沈聪及 13 名中层管理人员及核心员工, 合计 15 人, 股票授予价格为 17.34 元/股, 共授予限制性股票 1000 万股 (占公司股本总额的 5.95%)。

图表 15: 公司股权激励情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
王 野	天启鸿源董事长、总经理	236	23.6%	1.4%
沈 聪	天启鸿源董事	160	16%	0.95%
中层管理人员及核心员工(共 13 人)		604	60.4%	3.6%
合 计 (15 人)		1000	100%	5.95%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

业绩考核指标具备前瞻性和导向性, 高业绩指引彰显公司信心。本次股票激励计划分三期解除限售, 以天启鸿源的净利润为业绩考核指标, 要求 2022-2024 年天启鸿源净利润分别不低于 8000 万元、15000 万元、25000 万元, 解除限售比例分别为 20%、50%、30%。业绩考核指标有助于提升公司竞争力并调动员工积极性, 确保公司未来发展目标的实现, 彰显了管理层对未来发展的坚定信心。

图表 16: 本激励计划设置的业绩考核目标

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例
第一个解除限售期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	20%
第二个解除限售期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	50%
第三个解除限售期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%

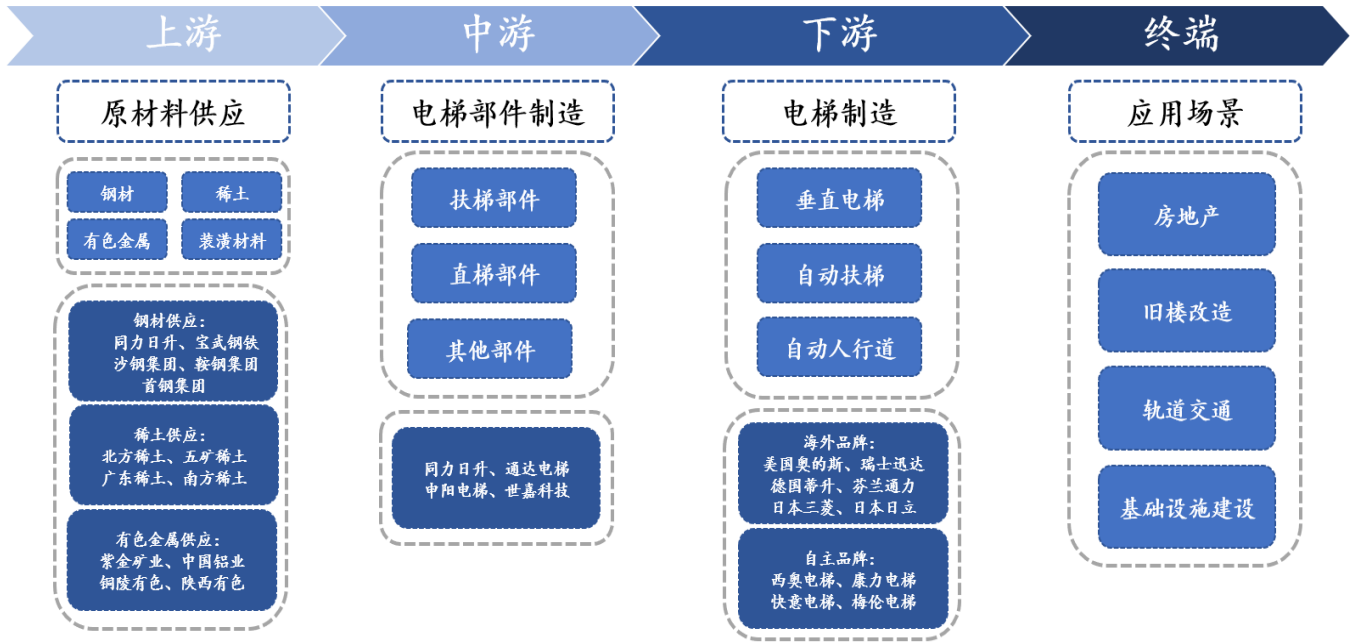
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二、红海市场增速平稳, 更新和加装需求增添电梯行业活力

2.1 电梯市场集中度高, 外资品牌较为领先

电梯行业产业链分明, 整梯制造商零部件外购趋势明显。电梯产业链上游主要为钢材、稀土与有色金属等原材料, 钢材可用于生产电梯轿厢、轿架、轿门等钣金加工件, 稀土是电梯核心部件永磁同步曳引机中永磁体的主要原材料。中游主要是电梯部件的制造, 电梯部件制造业近年得到了不断地发展, 整梯制造商零部件外购趋势明显。下游主要是电梯产品制造, 主要可分为垂直电梯、自动扶梯以及自动人行道三种类型。电梯制造业的下游主要为房地产和建筑业, 房地产市场的发展情况直接影响电梯行业的发展。

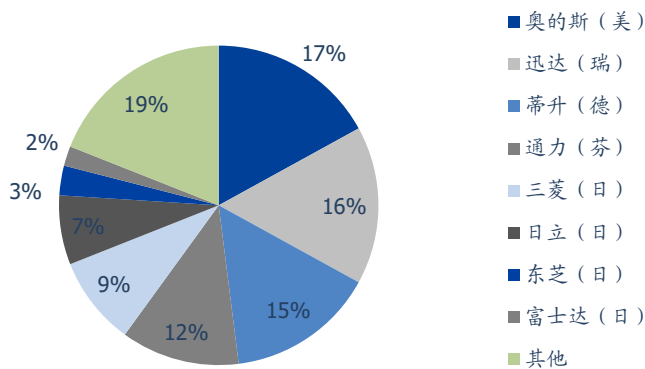
图表 17: 电梯产业链情况



资料来源: 前瞻产业研究院, 公司官网, 国盛证券研究所

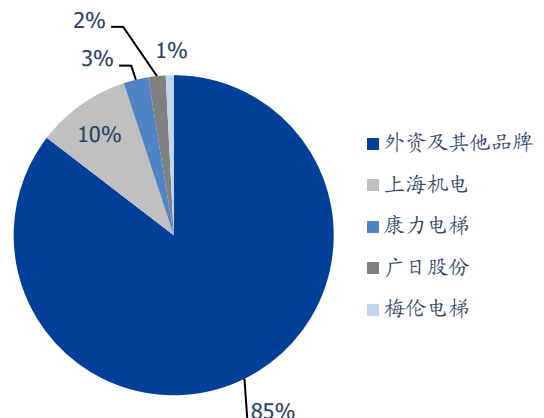
外资品牌主导全球电梯消费, 国产民族品牌奋起直追。 外资品牌在国内自主品牌未兴起时大多在国内建立了合资公司, 凭借其国际知名度和更为成熟的技术迅速占领了中国市场。从国内竞争格局看, 我国电梯行业市场集中度较高, 2020年奥的斯、迅达、通力、蒂升、日立、三菱等外资品牌占据了国内市场约70%的份额。以康力、西奥、快意、梅伦为代表的民族品牌约占30%的市场份额。2019-2020年, 我国电梯行业CR6的市场集中度有所下降, 从75%下降至70%, 以康力电梯为首的国产民族品牌正在奋起直追, 特别是在中低速电梯产品方面, 技术水平已经与外资品牌几乎相同。

图表 18: 2019 全球电梯市场竞争格局



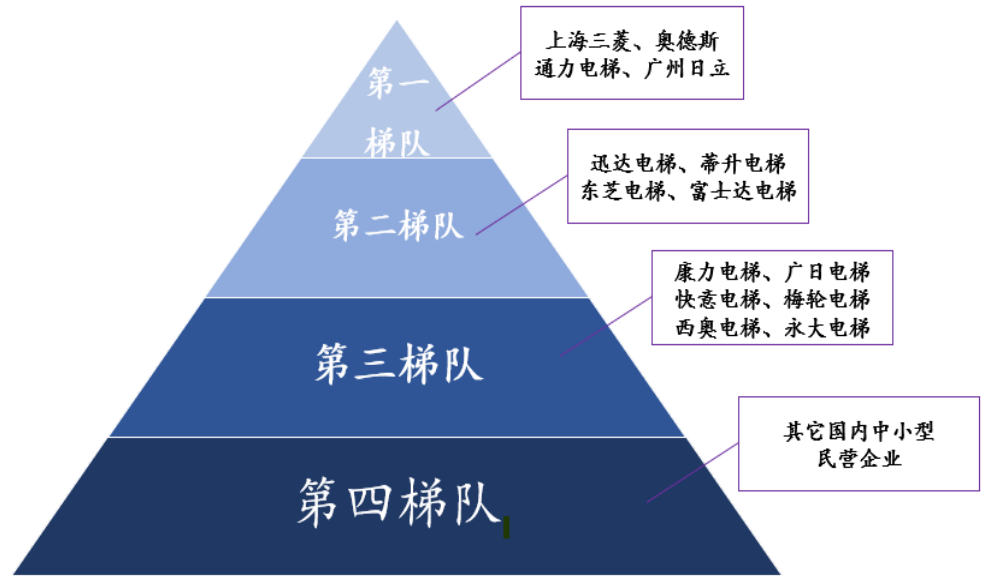
资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 19: 2020 年电梯国内市场竞争格局



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 20: 2020 年中国电梯行业梯队

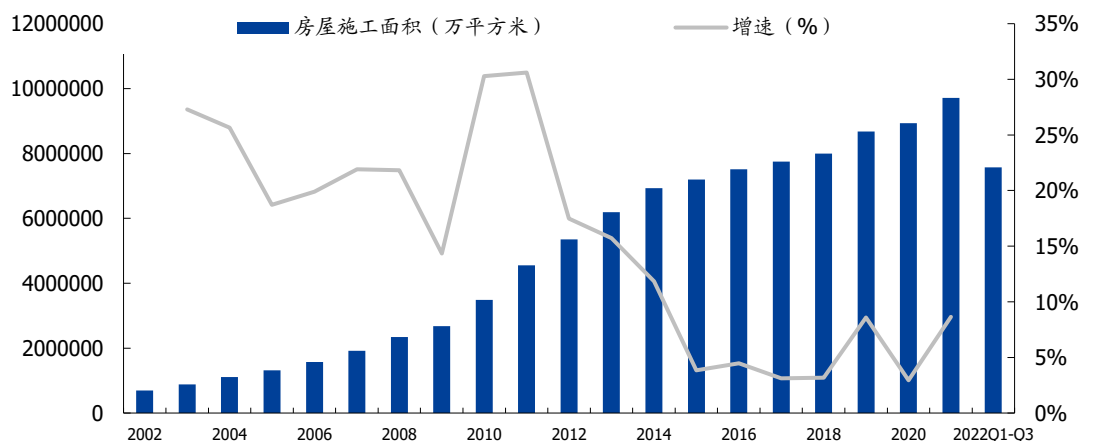


资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

2.2 电梯市场进入存量时代, 更新和加装市场带来新变化

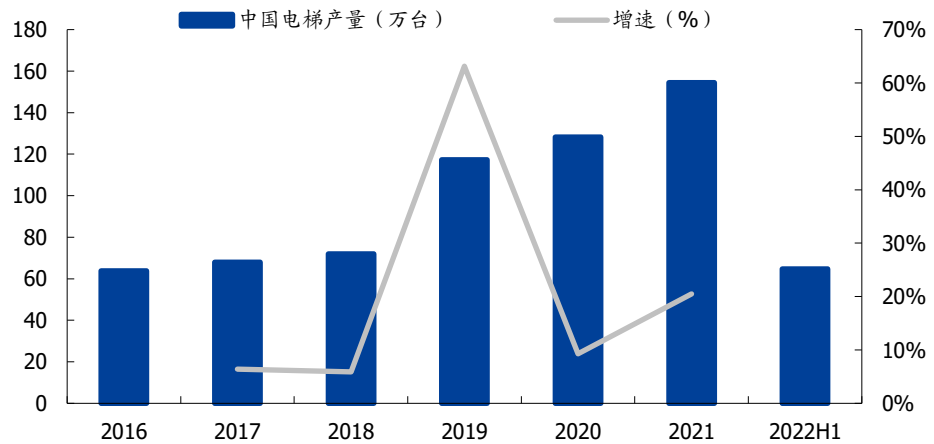
电梯制造行业与房地产建设存在较强关联度, 行业逐步进入平稳期。电梯整梯市场的短期需求与房地产市场、城市轨道交通市场、老旧小区电梯加装市场和旧梯更新改造市场有较大的关联性, 电梯需求市场超 90% 来自房地产。随着我国城镇化进入中后期, 叠加房地产调控政策影响, 以及宏观经济增长放缓, 房地产行业发展进入平台期, 国内电梯行业增速可能阶段性放缓, 电梯增量市场趋于见顶。

图表 21: 2002-2022 前三季度我国房屋施工面积



资料来源: wind, 国盛证券研究所

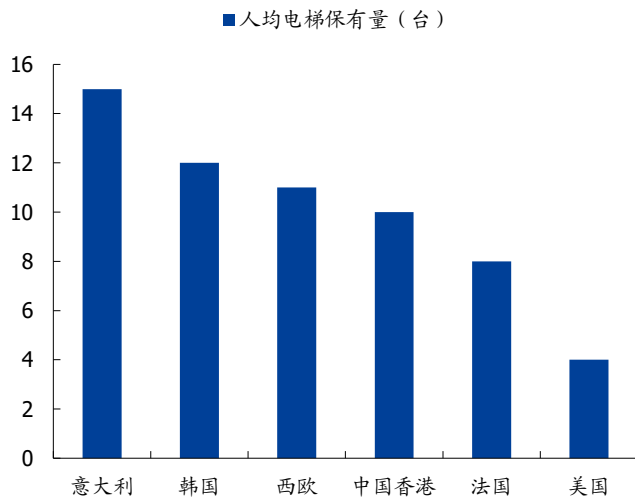
图表 22: 2016-2022H1 中国电梯产量变化



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

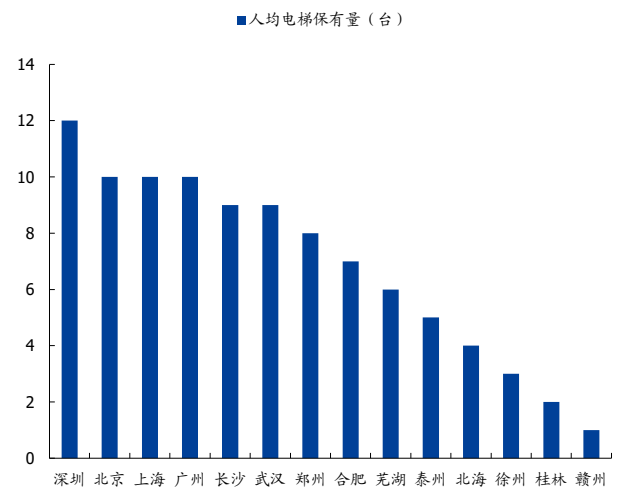
我国人均电梯保有量仍低, 增量市场需求中蕴含催化剂。随着我国城镇化率逐步提高、轨道交通等公共基础设施建设投入加大、老龄人口持续增加、保障房建设持续推进、旧电梯更新改造迎来爆发期等推动行业发展有利因素依然存在。2022年3月, 住建部在《住宅项目规范》征求意见稿中要求, 新建二层及二层以上的住宅建筑应至少设置1台电梯, 比以往四层的要求更为严格; 其次, 我国人均电梯保有量相较于发达国家仍处于较低水平, 而从当前的新房结构看, 随着生活品质不断提高, 住房的电梯配置也从原来的一梯四户逐渐发展成为一梯两户, 甚至是一梯一户的格局, 由此也将刺激房地产增量市场对电梯的需求提升。

图表 23: 2018 年全球主要国家或地区人均电梯保有量



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 24: 2018 年中国主要城市人均电梯保有量



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

政策加码下老旧小区电梯加装需求有望持续释放。我国未加装电梯的既有建筑数量较多, 2022年全国计划新开工改造城镇老旧小区5.1万个, 共840万户。过去建设的楼宇迫于经济压力大部分没有安装电梯, 尤其随着中国进入老龄化社会, 楼宇没有加装电梯对老年住户的出行会造成极大的不便, 这会使社会对电梯的需求量大大增加, 推动电梯行业的迅速发展。随着各地加装电梯政策文件陆续出台, 加装电梯市场迎来发展关键期。

图表 25: 全国关于推广加装电梯工程相关政策

时间	政策/文件	相关内容
2022年	《政府工作报告》	报告提出开工改造一批城镇老旧小区。经汇总各地统计上报数据, 2022年全国计划新开工改造城镇老旧小区 5.1 万个、840 万户。
2020年	《政府工作报告》	新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个, 支持管网改造、加装电梯等。
2019年	《关于落实<政府工作报告>重点工作部门分工的意见》	城镇老旧小区下去量大面广, 要大力进行改造升级, 更新水电路期等配套设施, 支持加装电梯和无障碍环境建设
2017年	两会	建议政府对老旧小区加装电梯出台鼓励及指导意见
2015年	《关于进一步发挥住宅专项维修资金在老旧小区和电梯更新改造中支持作用的通知》	关于进一步发挥住宅专项维修资金在老旧电梯更新改造中支持作用的通知

资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

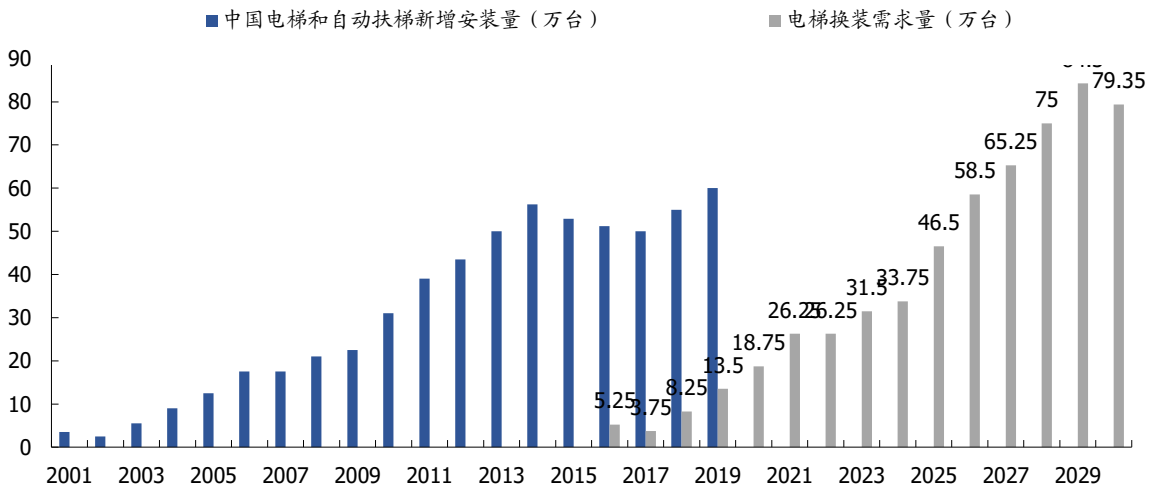
图表 26: 各省市对加装电梯补贴政策

省市名称	补贴政策
北京	最高补贴 24 万元; 《2020 年老旧小区综合整治工作方案》增设电梯项目市财政实施定额补贴每部 64 万元
上海	按照加装电梯施工金额的 40% 予以补贴, 最高不超过 28 万元/台
广州	最高补贴 10 万元 (番禺区石基镇 15 万元)
天津	给予 20 万元/台的建设补助
重庆	最高补贴 25 万元 (每部增设电梯的勘察、设计、施工等总费用的 60% 予以补贴)
成都	最高补贴 20 万元
青岛	市级一台补贴 10 万元, 有电梯井道的补贴 5 万元
济南	七层住宅加装电梯每部补贴 22 万元; 六层住宅加装电梯每部补贴 20 万元 五层住宅加装电梯每部补贴 18 万元; 四层住宅加装电梯每部补贴 16 万元
大连	对 6 层住宅每部电梯财政补贴 18 万元, 每增加一个楼层相应增加补贴 2 万元
合肥	补贴额为 25 万元 (包含了 10 年维保费用及电费补贴 3000 元)

资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

既有电梯报废期限临近, 旧梯更新需求增加。我国电梯使用寿命约为 15 年, 为保证电梯平稳安全运行, 超过使用寿命的电梯都将面临更换。按 15 年的使用寿命推算, 2022 年及以后报废需更换的电梯应安装于 2007 年及以后, 根据《2022-2027 后新冠疫情环境下中国电梯市场专题研究及投资评估报告》的相关数据, 在国土资源紧张的背景下, 建筑楼层增加及用地紧凑度加强会带来单位面积电梯使用数量的提升, 并考虑到有部分楼宇电梯超期服役未按时更新, 进一步假设单位电梯换新比例为 1: 1.5, 根据以上数据推算, 2022 年中国电梯换装需求约为 26.25 万台, 2022-2026 年换装需求约为 196.5 万台。

图表 27: 中国电梯和自动扶梯新增安装量及换装需求测算量



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

2.3 公司产品种类丰富且质量可靠, 深受头部整梯企业信赖

子公司各司其职, 对整梯市场需求产品几乎实现全覆盖。公司成立以来不断纵向发展, 根据产品类型差异、工艺特点设立子公司进行专业化生产, 其中子公司鹤山协力拥有生产扶梯外覆件为主的冷拉车间、装配车间; 子公司江苏创力、重庆华创拥有生产直梯部件为主的数控多边折弯中心、数控激光切割机、光纤激光切割机等; 子公司江苏华力拥有生产电梯金属材料的不锈钢自动磨砂线、纵/横剪生产线等, 能够满足整机厂集中、综合一体化配套服务的需求。子公司各司其职, 充分保障了公司产品的质量和生产效率, 使公司具备了能满足电梯主机厂商的“一站式、多样化”采购需求的综合配套优势。

图表 28: 子公司产品及主要业务

公司产品	负责子公司	子公司主要业务
扶梯部件	鹤山协力	生产销售精冲模, 精密型腔模, 模具标准件, 机械配件
直梯部件	江苏创力、重庆华创	电梯配件及部件、高性能合金金属材料的生产加工销售, 电梯的设计、五金配件的生产、加工、销售。
电梯金属材料	江苏华力	不锈钢制品生产, 黄金制品零售, 有色金属材料加工, 有色金属材料销售, 有色金属材料表面拉丝设计等

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司布局上游产业链, 具有更优的成本优势和更高的生产效率。公司 2011 年通过设立子公司江苏华力, 战略性地完成了由电梯金属部件制造向上游不锈钢原材料加工产业的延伸。电梯部件产品受上游原材料价格波动影响较大, 公司通过向产业链上游布局, 很好的规避了上游原材料价格波动的风险, 获取更优的成本优势, 同时还能缩短产品的生产周期, 提高公司交货效率, 进而提升公司业务承接能力。

公司核心技术领先，客户需求响应及时，深受头部客户信任。公司经过长期的技术积累，已具备较强的自主研发能力，在新产品、新技术开发和新工艺改造方面取得了显著的成果。公司依靠强大的技术实力，同知名电梯主机厂精密协作，更好满足客户需求。公司与龙头整梯企业合作近 20 年，得到了世界知名主机厂如迅达、奥的斯的认可，并多次被知名电梯主机厂评委优秀供应商称号，公司所生产的电梯部件也随之在全球范围内的优质项目中广泛应用。

图表 29: 公司主要头部整梯客户展示



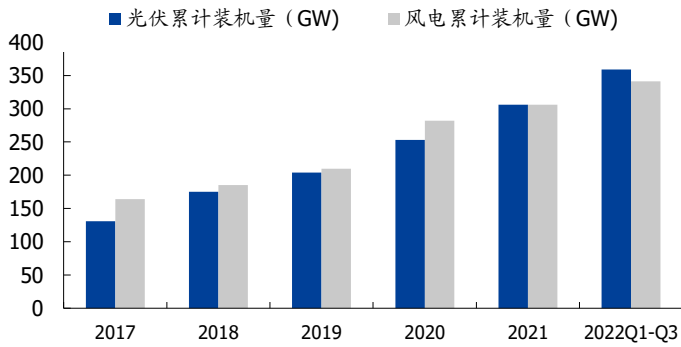
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

三、储能/新能源电站：行业景气度向上，争做时代弄潮儿

3.1 光伏+风电新增装机量迎爆发，带动储能市场乘风而起

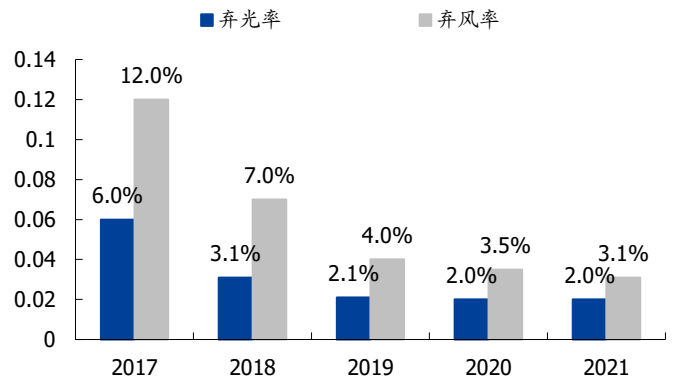
2022-2026 年全球风光累计装机量预计可达 1779.9GW。全球碳中和的背景下，中国光伏、风电装机量迎来爆发，2017 年至 2022 年前三季度，中国累计光伏发电装机量由 131GW 提高至 359GW，风力发电装机量由 164GW 提高至 341GW，弃光率由 6%降低至 2%，弃风率由 12%降低至 3.1%，能量利用效率不断提升。预计 2022-2026 年，全球光伏累计装机量预计可达 1223GW，全球风电累计装机量可达 556.9GW，风光装机量可达 1779.9GW。

图表 30: 2017-2022 前三季度中国累计风光发电装机量



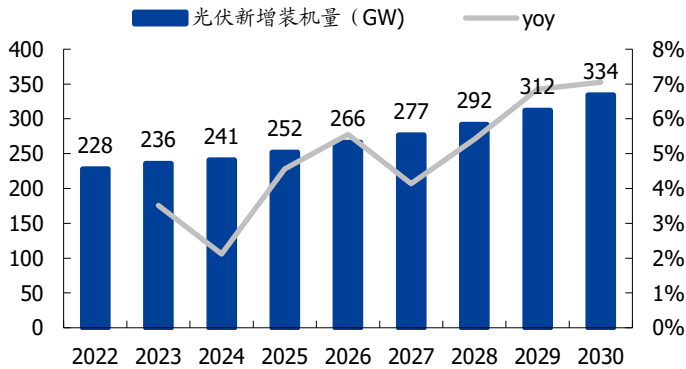
资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所

图表 31: 2017-2021 中国光伏、风电弃光、弃风率情况



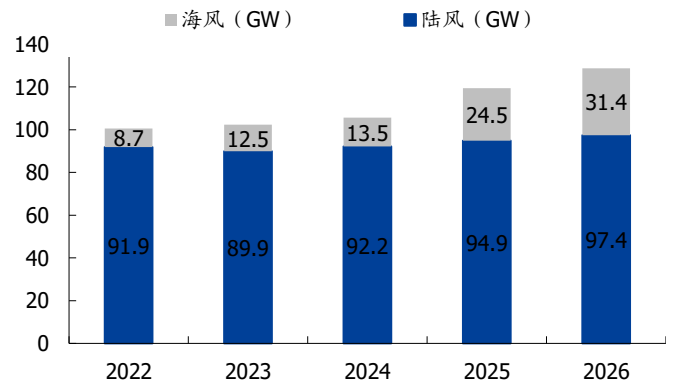
资料来源: 头豹研究院, 国盛证券研究所

图表 32: 全球光伏新增装机量预测



资料来源: BNEF, 国盛证券研究所

图表 33: 全球风电新增装机量预测



资料来源: GWEC, 智研咨询, 国盛证券研究所

天时地利人和，储能可有效解决消纳问题并提升电网稳定性。风光等可再生能源发电具有间歇性、波动性、随机性的特点，严重依赖自然条件，无法正常满足日常用电需求，消纳问题严重。储能系统在风力、太阳能过强的时候进行充电，为并网提供缓冲，并将富余能量储存备用，对可再生能源发电出力进行平滑控制，同时，其可在自然条件不佳的时期，或者用电高峰时期，释放储存的电量。整体看。储能可有效解决可再生能源消纳问题并提升电网稳定性，为可再生能源发电平价上网加速加力。

图表 34: 储能系统加速可再生能源大规模应用

可再生能源	问题
光伏发电	<ul style="list-style-type: none"> • 光伏、风力等可再生能源发电严重依赖自然条件 • 发电量较高时会对电网的安全稳定造成较大冲击 • 与用电需求无法完全匹配，消纳问题严重
风力发电	
储能系统	作用
高峰期充电	<ul style="list-style-type: none"> • 风力或太阳能强劲时充电，为可再生能源接入电网提供缓冲 • 储存多余电能备用，起平滑风光出力和能量调节的作用 • 风力或光伏等新能源发电不稳定，或用电需求量大的时间段，释放储存电量，起调节能量调度的作用
低谷期放电	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风光配储趋势明显，多地出台政策设置储能配置比例。为提高新能源消纳、实现风光发电价值，各省市都推出了相关政策文件促进风光配储，对储能配置比例和配置时间提出了要求，配置比例一般为 10-20%，配置时长通常为 1-3h。目前，我国已有至少超过 20 个省份发布文件明确新能源配置储能。

图表 35: 2021 年光伏风电配置储能相关政策

省份	政策文件	配置比例	配置时常 (h)
青海	《支持储能产业发展的若干措施（试行）》	不低于 10%	2
海南	《棍鱼开展 2021 年度海南省集中式光伏发电平价上网项目工作的通知》	10%	
江西	《关于做好 2021 年新增光伏发电项目竞争优选有关工作的通知》	不低于 10%	1
福建	《关于因地制宜开展集中式光伏试点工作的通知》	不低于 10%	
甘肃	关于“十四五”第一批风电、光伏发电项目开发建设有关事项的通知	河西地区（酒泉、嘉峪关、金昌、张掖、武威）最低 10% 其他地区最低 5%	2
天津	《2021-2022 年风电、光伏发电项目开发和 2021 年保障性并网有关事项的通知》	单体超过 50MW: 光伏 10% 风电 15%	
湖北	湖北省 2021 年平价新能源项目建设工作方案 关于 2021 年平价新能源项目开发建设有关事项的通知	不低于 10%	2
河南	《关于 2021 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》	I 类区域 10% II 类区域 15% III 类区域 20%	2
河北	《关于做好 2021 年风电、光伏发电及多能互补一体化项目建设方案的通知》	南网不低于 10% 北网不低于 15%	3

资料来源: 北极星储能网, 国盛证券研究所

配套储能投资成本高、效率低，业务模式难以商业化。目前新能源自配储能主要是为满足竞争性配置要求所投资建设，新能源业主需要一次性投入大量资金，且新能源强制配储政策已成必然，新能源企业为降低投资成本，倾向于选择性能较差、成本较低的储能产品，导致新能源自配储能“不敢用、不愿用、不能用”现象。配套储能服务于单个新能源场站的储能设施资源分散，难以实现统一调度，管理困难，运营成本高，无法参与多种电网侧辅助服务，业务模式难以商业化，给储能发展带来阻力。

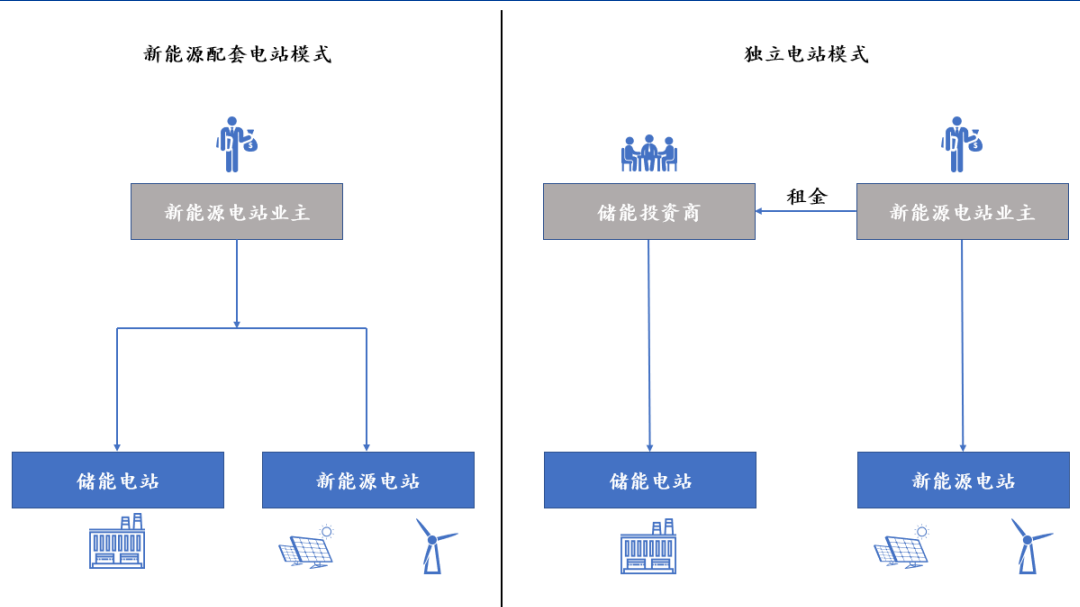
图表 36: 配套储能与独立/共享储能的区别

储能电站类型	定义	服务对象	商业模式
新能源配套储能	依托新能源发电项目配套自建电站	单一新能源场站	提升自身发电量,满足竞争性配置要求,商业模式尚未建立
独立/共享储能	以独立主体身份直接与电力调度机构签订并网调度协议	所有存在弃电场站	容量租赁费用 峰谷套利收益 辅助服务收益 容量电价补偿

资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所

独立/共享储能提升经济性，为储能发展注入新生机。与配套储能相对应的是独立储能，独立储能指以独立主体身份直接与电力调度机构签订并网调度协议，不受接入位置限制，纳入电力并网运行及辅助服务管理，共享储能是独立储能的一种商业模式。共享储能通过集中式统一建设，便于对建设标准、设备参数、安全性能规范管理，有效减少新能源自配储能设备质量差、技术性能不达标、安全风险大等问题，且新能源电站规模大多数在百兆瓦级及以上、配置时长不低于2小时，也有助于电网调度管理。产业链大多采取共享储能的模式提高项目收益率，缩短投资回收周期，同时有利于促进储能形成独立的辅助服务提供商身份。

图表 37: 配套储能与独立储能运营方式区别

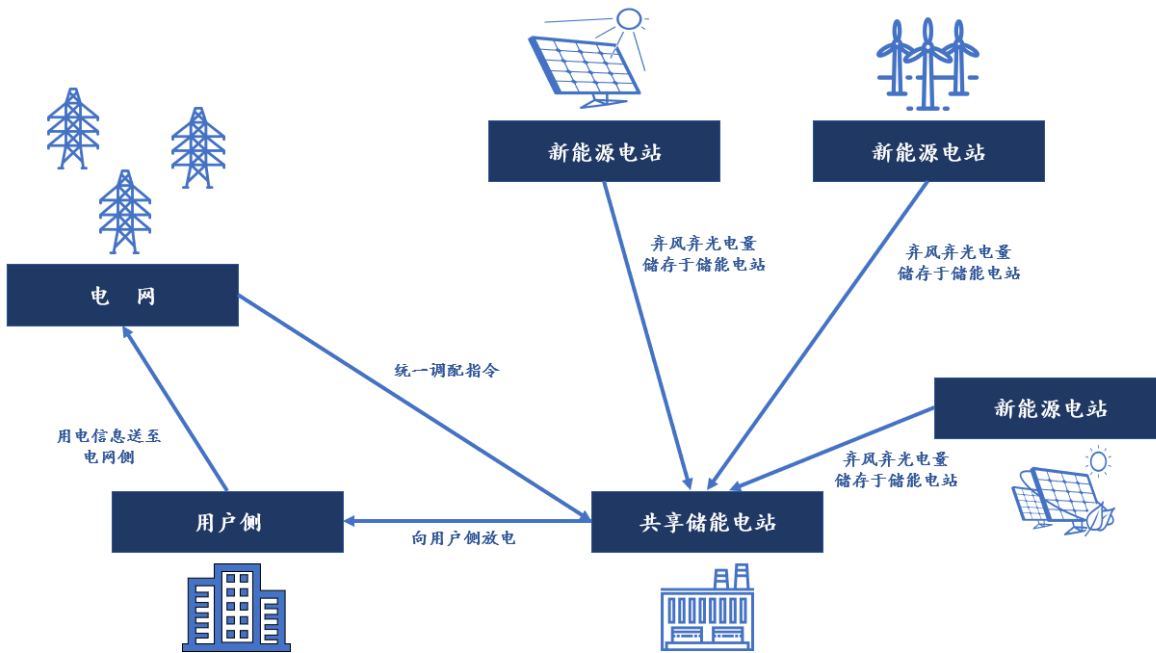


资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所

共享储能既实现强制配储目标，又提升资源利用率，为储能发展加速加力。共享储能是以电网为纽带，将独立分散的电网侧、电源侧、用户侧储能电站资源进行全网的优化配置，交由电网进行统一协调，推动源网荷各端储能能力全面释放，有利于促进新能源电量的消纳。国家明确鼓励新能源企业通过自建或购买储能调峰能力来履行消纳责任，因

此新能源企业可向共享储能电站购买一定比例储能容量、按年支付租金。除向新能源企业收取租金外，共享储能还可参与各类电力市场获取相应收入，用于弥补运行成本，提升项目经济性。

图表 38: 共享储能运营模式



资料来源: 国际能源网, 国盛证券研究所

图表 39: 全国关于推广储能的指导文件及近期招标情况

推广储能的相关文件

时间	发布机构	相关文件	相关内容
2022年	中电联	《2022年三季度全国电力供需形势分析预测报告》	优化储能布局水平，逐步扩大独立储能/共享储能比例。统筹规划配置各地方储能规模和比例，有序引导独立储能/共享储能建设节奏，避免资源浪费
2022年	广西壮族自治区发改委	《加快推进既有陆上风电、光伏发电项目及配套设施建设方案》	积极开展以集中式共享电化学储能为重点的新型储能示范应用。鼓励多种方式建设共享储能设施
2022年	浙江义乌	《关于推动源网荷储协调发展合加快趋于光伏产业发展的实施细则》	按饭店连补贴储能运营主体，推广共享储能商业模式
2021年	国家发改委 国家能源局	《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模的通知》	鼓励发电企业通过自建或购买调峰储能能力的方式，增加可再生能源发电装机并网规模
2021年	国家发改委 国家能源局	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	明确新型储能独立市场主体地位，鼓励储能作为独立市场主体参与辅助服务市场，鼓励探索建设共享储能

近期招标项目

日期	项目	性质	招标功率 (MW)	招标容量 (MWh)
2022年10月27日	雷州市零碳产业园基础设施建设项目(二期)-雷州英利集中式共享储能电站一期(EPC总承包)	共享储能电站	600	1200
2022年10月26日	应县源网荷共享储能电站项目	共享储能电站	300	300

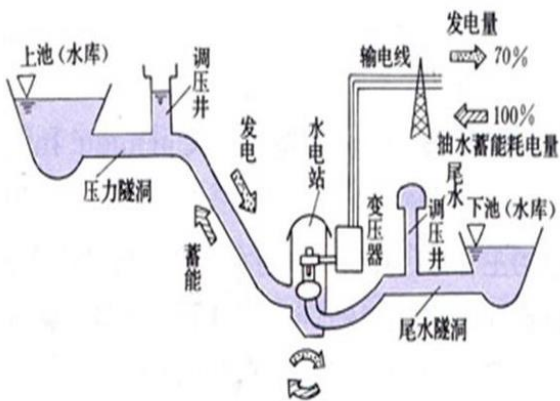
2022年10月17日	中南电力湖北天门集中式(共享式)储能电站项目	共享储能电站	50	100
2022年10月3日	宁夏电力国能盐池新能源共享储能电站项目	共享储能电站	200	400
2022年9月27日	三门峡湖滨区共享储能电站项目	共享储能电站	50	100
2022年7月12日	华润财金山东东营源网储一体化示范项目 储能系统 EPC	源网储一体	100	200
2022年7月7日	宁东基地新能源共享储能电站释放项目一期工程 EPC	共享储能电站	100	200
2022年6月15日	三峡新能源庆云储能电站示范项目设备	储能电站	100	200

资料来源: 索比储能网, 北极星储能网, 国盛证券研究所

3.2 电化学储能优势明显, 引领储能行业未来发展方向

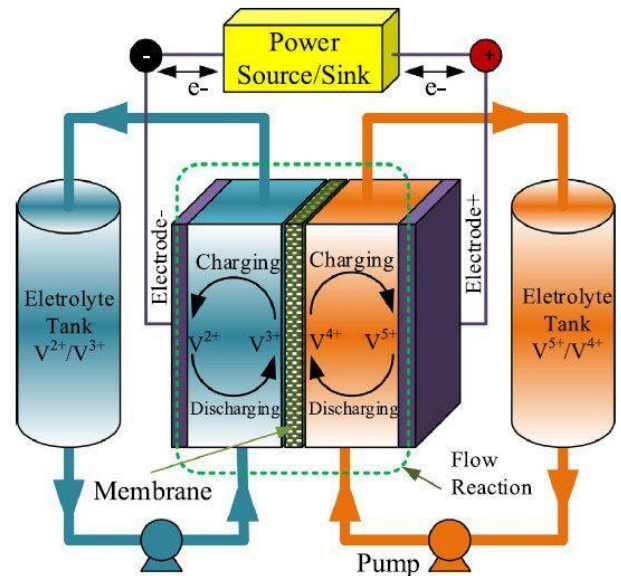
机械储能和电化学储能是中国应用最广泛的储能技术。机械储能和电化学储能分别以抽水蓄能和锂离子电池储能为主。抽水蓄能是指在电力负荷低谷期将水从下池水库抽到上池水库, 将电能转化成重力势能储存起来, 在电力负荷高峰时利用反向水流发电。电化学储能是通过介质或设备把电能存储起来, 在需要时再释放出来的过程, 储能电池是电化学储能的主要载体, 通过电池完成能量储存、释放与管理的过程。截止至 2021 年, 中国已投电力储能项目累计装机规模为 46.1GW, 其中抽水蓄能累计装机模最大, 为 39.8GW, 占比达 86.3%, 电化学储能累计装机规模为 5.76GW, 占比达 12.5%, 其中锂离子电池储能累计装机规模为 5.2GW, 占比达 11.2%。

图表 40: 抽水蓄能示意图



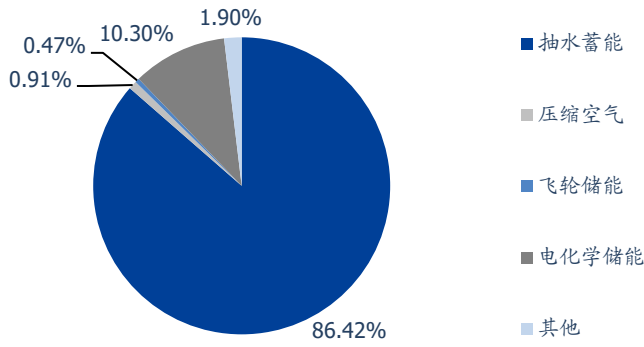
资料来源: OFweek, 国盛证券研究所

图表 41: 电化学储能示意图



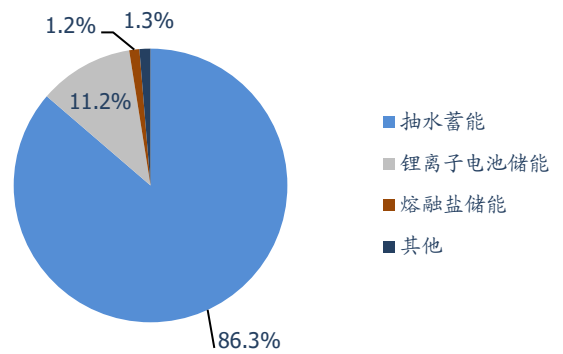
资料来源: OFweek, 国盛证券研究所

图表 42: 2021 年全球储能市场装机结构



资料来源:《2022 储能产业应用研究报告》, 国盛证券研究所

图表 43: 2021 年中国累计已投电力储能项目装机结构



资料来源: 头豹研究院, 国盛证券研究所

电化学储能是未来新型储能的主要发展方向。根据中国化学与物理电源行业协会储能应用分会出品的《2022 储能产业应用研究报告》披露, 2021 年全球储能市场装机功率 205.3GW, 其中抽水蓄能装机功率 177.4GW, 占比 86.42%; 压缩空气储能装机功率 1863.8MW, 占比 0.91%; 飞轮储能装机功率 967.5MW, 占比 0.47%; 电化学储能装机功率 21.1GW, 占比 10.30%。抽水蓄能技术成熟且度电成本最低, 但地理资源约束明显, 长期看无法足量的满足储能需求, 而电化学储能技术受地理位置限制影响小、建设周期短, 且随着储能电池性价比不断提升, 预计其将成为未来新型储能的主要发展方向。

图表 44: 主要储能技术路线比较

储能类型	具体方式	启动时间	响应速度	循环次数	优点	缺点	应用场景	技术水平
机械储能	抽水蓄能	3~5min	分钟级	无限制	适用于大规模、技术成熟	响应慢, 需要地理资源	大规模调峰, 长时调频	商用
	压缩空气	~6min	分钟级	无限制	寿命长, 适用于大规模	响应慢, 需要地理资源	调峰、系统备用	洞穴式: 商用 超临界: 示范
	飞轮储能	<2ms	十毫秒级别	≥20000	比功率较大	成本高、噪音大	调峰、频率控制、UPS	商用
电化学储能	锂离子电池	<1s	<10ms	1000~10000	比能量高、无污染	寿命低	综合	示范-商用
	铅蓄电池	<1s	<10ms	500~4500	性价比高	环保问题	频率控制、电站备用	商用
	钠硫电池	s 级	ms 级	2500~4500	比能量与比功率高	高温条件、运行安全问题	综合	商用
	液流电池	s 级	ms 级	>12000	寿命长、效率高	储能密度低、价格贵	大规模调峰、可再生能源并网	示范

资料来源: 前瞻产业研究院, CNESA、国盛证券研究所

3.3 电化学储能空间广阔，储能系统集成是关键一环

预计 2026 年中国电化学储能市场规模可增长至 673.8 亿元，CAGR 达 55.5%。2021 年全球电化学储能市场空间为 372 亿元，同比增长 68%。2021 年中国电化学储能市场空间为 74 亿元左右，同比增长 42%。电化学储能技术大量应用于可再生能源发电侧，随着下游可再生能源并网需求扩大以及电化学储能性价比不断提高，电化学储能市场规模将随之提高。预计至 2026 年，全球电化学储能市场规模可达 2507 亿元，CAGR 达 34.9%，中国电化学储能市场规模可提高至 673.8 亿元，CAGR 达 55.5%。

图表 45: 中国电化学储能市场规模测算

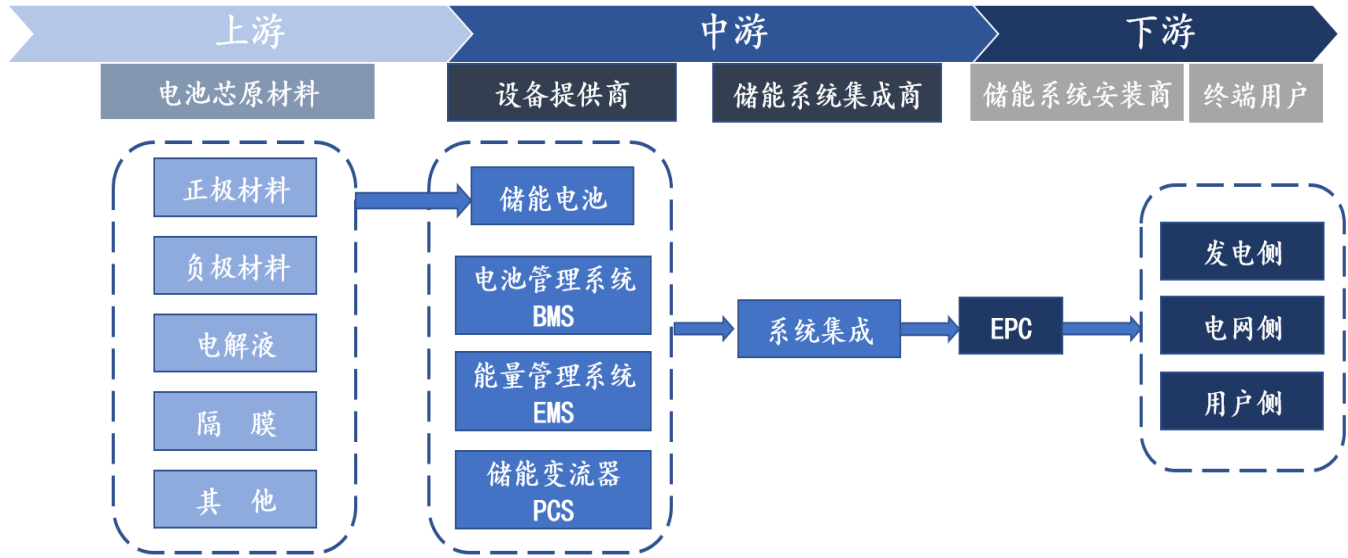
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
全球电化学储能市场										
发电侧装机 (GWh)	6.8	14	28	44.9	68	95.5	131.3	170	212.5	257
占比	36%	36%	35%	39%	40%	39%	41%	39%	40%	41%
电网侧装机 (GWh)	6.6	16.6	32	43.9	67.3	102.1	128.6	158.1	183	210
占比	35%	42%	40%	38%	39%	42%	40%	36%	34%	33%
用户侧装机 (GWh)	5.7	8.6	21	27.5	36	45.8	61	107	139	167
占比	30%	22%	26%	24%	21%	19%	19%	25%	26%	26%
合计 (GWh)	19.1	39.2	81.0	116.3	171.3	243.4	320.9	435.1	534.5	634
单价 (亿元/GWh)	15	14.3	13.2	12	11	10.3	9.5	8.7	7	7.5
市场规模 (亿元)	286.5	560.6	1069.2	1395.6	1884.3	2507.0	3048.6	3785.4	4276.0	4755.0
YOY		95.7%	90.7%	30.5%	35.0%	33.0%	21.6%	24.2%	13.0%	11.2%
中国电化学储能市场										
发电侧装机 (GWh)	1.9	4.4	8.6	14.4	21.9	30.0	40.1	52.0	63.9	76.2
占比	39%	39%	41%	47%	49%	46%	48%	48%	49%	49%
电网侧装机 (GWh)	2.7	6.2	11.0	14.9	20.8	31.7	39	46.5	55.0	63.0
占比	55%	56%	53%	48%	46%	49%	46%	43%	42%	41%
用户侧装机 (GWh)	0.3	0.5	1.1	1.7	2.2	3.7	4.8	7.3	10.0	12.6
占比	7%	5%	5%	6%	5%	6%	6%	7%	8%	8%
合计 (GWh)	4.9	11.1	20.7	31.0	44.9	65.4	83.9	105.8	128.9	151.8
单价 (亿元/GWh)	15	14.3	13.2	12	11	10.3	9.5	8.7	7	7.5
市场规模 (亿元)	74.1	159.0	273.2	371.5	494.1	673.8	797.1	920.2	1030.9	1138.6
YOY		114.6%	71.8%	36.0%	33.0%	36.3%	18.3%	15.5%	12.0%	10.5%

资料来源: 国家能源局, BNFP, Wind, 国盛证券研究所

产业链上游为电芯原材料，中游为储能电池和储能系统设备。电化学储能产业链上游主要为生产储能电池的电池芯原材料，目前储能电池 80% 以上是锂离子电池，锂离子电池

中 90%为磷酸铁锂电池，磷酸铁锂正负极材料成本合计占比为 60%；产业链中游为储能电池、电池管理系统（BMS）、储能变流器(PCS)、能量管理系统(EMS)等核心零部件设备提供商和系统集成商；产业链下游则是各类应用终端用户，按应用领域划分又可分为电源侧、电网侧和用户侧三部分。

图表 46: 电化学储能产业链



资料来源: Wind, 头豹研究院, 国盛证券研究所

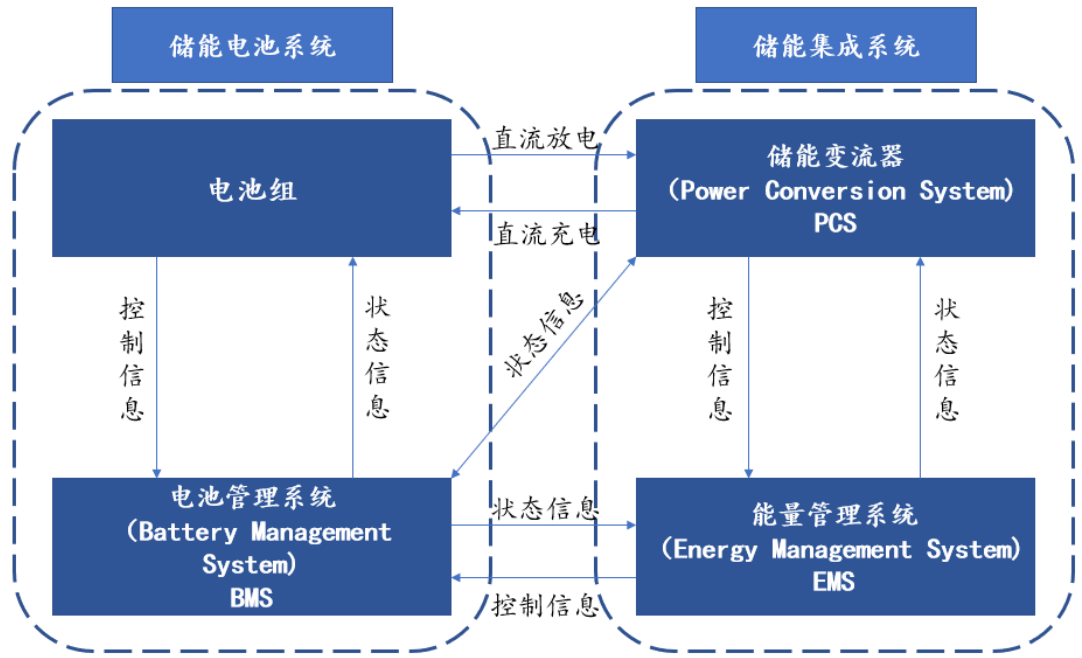
储能系统核心组件为储能电池、电池管理系统、储能变流器、能量管理系统四部分。储能系统中最核心的是由电池组和电池管理系统（Battery Management System）组成的储能电池系统，成本占比达 65%。储能变流器（Power Conversion System）、能量管理系统(Energy Management System)组成的储能集成系统成本占比达 35%。电池管理系统可以控制电池组信息和状态；电池组通过与储能变流器进行直流充放电进行储能；储能变流器、能量管理系统、电池管理系统三部分互相作用，在控制系同其他组成部分的同时互相提供状态信息。

图表 47: 储能系统核心组件作用及代表企业

核心产品	主要作用	代表企业
电池管理系统（BMS）	智能化管理及维护各个电池单元，防止电池出现过充电和过放电，延长电池的使用寿命，监控电池的状态	宁德时代、国轩高科、海博思创、亿能电子
能量管理系统（EMS）	储能系统中决策执行的关键步骤，实现数据采集分析、网络监控、能量调度等功能，从而实现储能资源与需求匹配	天启鸿源、国电南瑞、派能科技、中天数科
储能变流器（PCS）	控制储能电池充放电过程，使直流电和交流电能够进行变换，结合 BMS 系统实现充放电一体化	阳光电源、固德威、锦浪科技、科华技术

资料来源: 公司公告, 头豹研究院, 国盛证券研究所

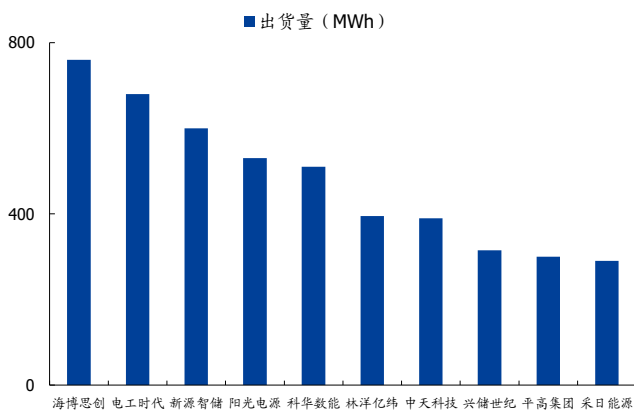
图表 48: 储能系统工作原理



资料来源: 头豹研究院, 国盛证券研究所

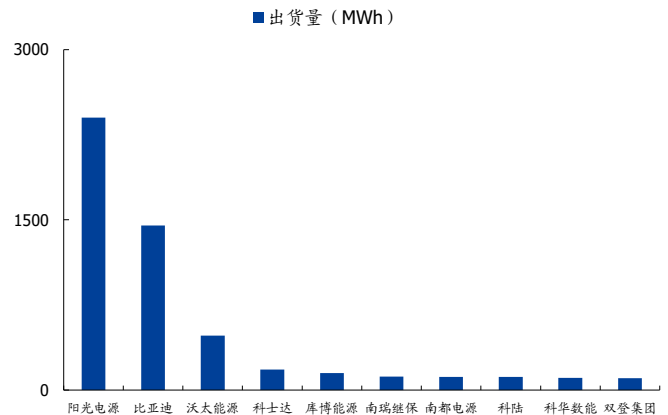
储能系统集成是建设储能电站的关键，集成商技术差异是体现项目盈利性的关键。储能系统集成环节位于产业链中游，是建设高效率、长寿命、低成本的储能电站的重要环节。储能集成商是在对电池组、BMS、PCS、EMS 等各部件性能充分了解的基础上，根据下游应用终端的要求，从事将储能系统各部件整合并确保其发挥最大效用的公司。储能系统集成涉及学科门类较多，包括电化学、电力电子、IT、电网调度等多个学科，不同应用场景下，电芯选型、系统控制策略都不尽相同，并不是简单的拼凑，技术壁垒高，不同集成商的技术差异是最终体现项目盈利性的关键。从国内储能集成商出货量看，海博思创、电工时代、新源智储、阳光电源等占据主要份额，海外市场中，阳光电源、比亚迪等优势明显。

图表 49: 国内市场中国储能集成商出货量排名



资料来源: CNESA, 国盛证券研究所

图表 50: 海外市场中国储能集成商出货量排名



资料来源: CNESA, 国盛证券研究所

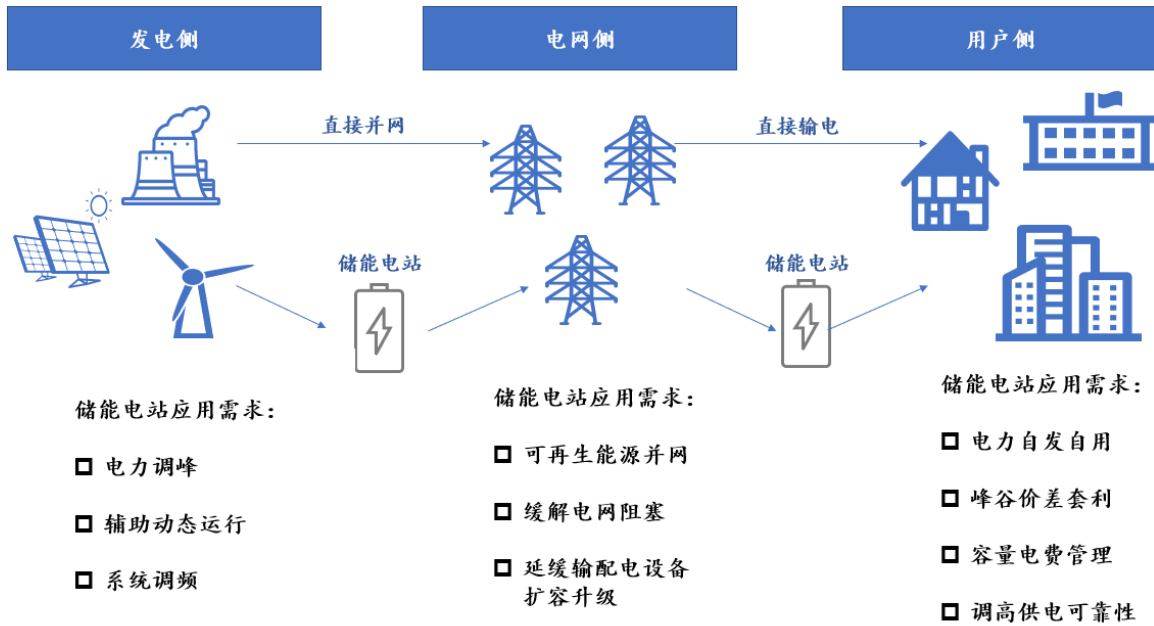
图表 51: 中国主要储能集成商

公司名称	主要业务
海博思创	智能电网储能系统以及动力电池系统的研发、生产和销售，是国内领先的电池系统集成商
电工时代	储能设备的研发、生产制造、检测、设备成套、服务与工程总包。核心业务包括电池、PCS、BMS、EMS等
比亚迪	产品覆盖面广，涵盖了家庭储能产品、工商业储能系统和公用级别集装箱系统的市场需求
阳光电源	太阳能/风能/储能/电动汽车等新能源电源设备的研发、生产、销售和服务，致力于提供清洁能源全生命周期解决方案
中天科技	大型储能系统六大技术亮点特别耀眼：高安全长寿命电芯及模组、先进的三级管理架构 BMS+电气安全设计、多层级的消防保障设计、全寿命周期诊断分析系统、赫利乌斯能源管理平台、子系统整合能力技术储备
科华数能	光伏设备及元器件制造;光伏设备及元器件销售;光伏发电设备租赁;风力发电技术服务;太阳能发电技术服务等。
林洋亿纬	林洋能源与亿纬锂能创立的合资储能公司，主营储能专用电池的生产、加工、销售、售后服务等
平高集团	主营以开关类为核心的电力装备研发制造和能源系统综合解决方案，业务涵盖生产销售输配电设备以及电力储能
库博能源	电力系统自动化、计算机系统集成、电力自动化和工业自动化系统集成技术开发及电力自动化设备等
天合储能	储能系统设备及配件的制造、研究、设计、技术服务;发电配套系统设备及配件的装配、集成、销售、安装、维护等

资料来源: CNESA, 国盛证券研究所

储能系统应用领域分为发电侧、电网侧、用户侧。发电侧储能主要是帮助解决风光电等可再生能源并网，平滑电力输出，提高新能源利用率。电网侧储能主要是进行电力辅助服务，参与电力辅助中的调峰调频环节，可提高电网系统稳定性及资源利用效率。用电侧储能主要是未来分时管理电价，通过用电低谷时段充电，高峰时段放电的方式，利用峰谷价差套利，降低用电成本。2021年全球电化学储能市场在发电侧、电网侧、用电侧占比分别达 36%、35%、30%，中国电化学储能市场在发电侧、电网侧、用电侧占比分别达 38%、55%、7%。从地域上看，我国西北地区地广人稀，风光等可再生能源发电资源丰富，发电侧储能具有地理优势。

图表 52: 储能电站下游应用示意图



资料来源: 头豹研究院, CNESA, 国盛证券研究所

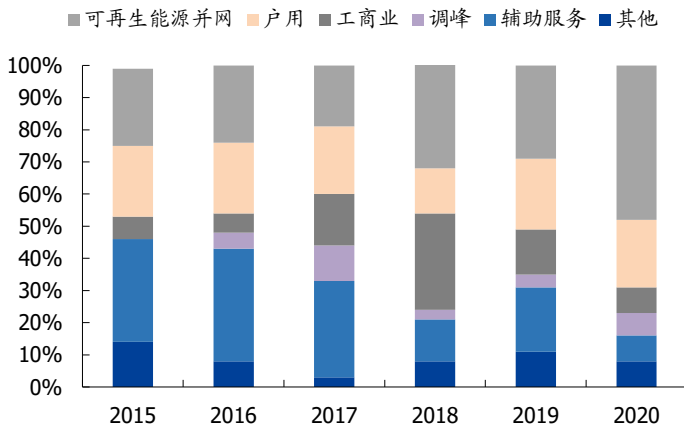
图表 53: 储能下游应用终端

应用终端	应用需求	具体内容
发电侧	电力调峰	通过储能的方式实现用电负荷的削峰填谷, 即发电厂在用电负荷低谷时段对电池充电, 在用电负荷高峰时段将存储的电量释放。
	辅助动态运行	以储能+传统机组联合运行的方式, 提供辅助动态运行、提高传统机组运行效率、延缓新建机组的功效。
	系统调频	频率的变化会对发电及用电设备的安全高效运行及寿命产生影响, 因此频率调节至关重要, 储能(特别是电化学储能)调频速度快可以灵活地在充放电状态之间转换, 因而成为优质的调频资源。
电网侧	可再生能源并网	通过在风、光伏电站配置储能, 基于电站出力预测和储能充放电调度, 对随机性、间歇性和波动性的可再生能源发电出力进行平滑控制, 满足并网要求。
	缓解电网阻塞	将储能系统安装在线路上游, 当发生线路阻塞时, 可将无法输送的电能存储到储能设备中, 等到线路负荷小于线路容量时, 储能系统再向线路放电。
	延缓输配电设备扩容升级	在负荷接近设备容量的输配电系统内, 可利用储能系统通过较小的装机容量, 有效提高电网的输配电能力, 从而延缓新建输配电设施, 降低成本。
用户侧	电力自发自用	用原装光伏的家庭和工商业用户, 考虑到光伏在白天发电, 而用户一般在夜间负荷较高, 通过配置储能更好地利用光伏电力, 提高自发自用水平, 降低用电成本。
	峰谷价差套利	在实施峰谷电价的电力市场中, 通过低电价时给储能系统充电, 高电价时储能系统放电, 实现峰谷价差套利, 降低用电成本。
	容量电费管理	工业用户可以利用储能系统, 在用电低谷时储能, 在高峰负荷时放电, 从而降低整体负荷, 达到降低容量电费的目的。
	提高供电可靠性	发生停电故障时, 储能能够将储备的能量供应给终端用户, 避免了故障修复过程中的电能中断, 以保证供电可靠性。

资料来源: 数字能源网, 国盛证券研究所

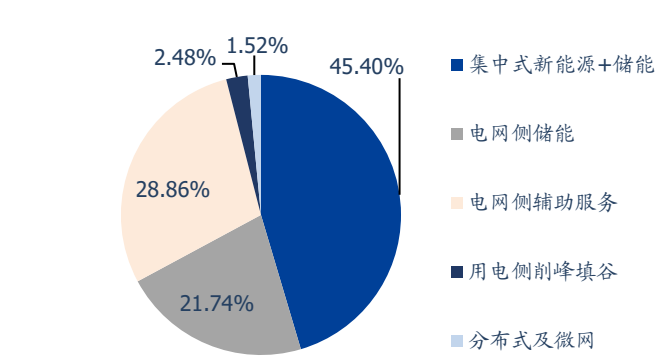
发电侧+电网侧占比较大，用电侧未来发展空间广阔。可再生能源并网装机占比逐年提升，在2020年全球新增电化学储能项目中占比达到48%，户用和工商业装机占比29%，辅助服务装机占比下降至8%。2021年中国电化学储能在发电侧+电网侧应用的占比高达96%，用电侧占比仅2.48%。用电侧的盈利模式为峰谷价差套利，模式最为清晰，叠加目前用电侧储能在中国的渗透率不及其他国家，未来发展空间较大。

图表 54: 2015-2020 全球新增电化学储能各应用领域装机分布



资料来源: BNEF, 国盛证券研究所

图表 55: 2021 年中国电化学储能各领域应用分布



资料来源: BNEF, 国盛证券研究所

3.4 天启鸿源优势领先，技术+经验优势保证充足的项目订单

天启鸿源具备储能系统核心组件自制能力，是技术领先的储能系统集成商。目前在储能系统核心组件中，天启鸿源在能量管理系统和储能变流器具备完全自主知识产权，并具备储能整体方案的设计能力。除电池组等硬件采用外购方式外，PCS、BMS、EMS 均采用自制或 OEM 委外生产的方式。天启鸿源通过独有软件技术、电路设计和系统布局理念（独有的“天启 AI 智能存储模块”）实现动态监控管理，大幅延长了储能系统使用寿命，与目前行业通行方案相比，天启鸿源的方案减少了系统的维护成本，在集成商中优势明显。

图表 56: 天启鸿源产品及技术进展

产品	作用	天启鸿源技术进展
电池管理系统 (BMS)	智能化管理及维护各个电池单元，防止电池出现过充电和过放电，延长电池的使用寿命，监控电池的状态	已研发并持续改进核心算法及设计方案，负责设计电池组成方案、电池管理系统硬件架构、软件系统、热管理系统、集装箱结构，委托外部第三方按照自身的设计图纸和方案进行 OEM。
能量管理系统 (EMS)	储能系统中决策执行的关键步骤，实现数据采集分析、网络监控、能量调度等功能，从而实现储能资源与需求匹配	已研发智能化系统（三项软件著作权），在确保系统稳定运行的前提下，充分利用不同电源的特性，对储能系统进行精准控制，并不断优化控制策略，形成自学习型系统。
储能变流器 (PCS)	控制储能电池充放电过程，使直流电和交流电能够进行变换，结合 BMS 系统实现充放电一体化	已研发并自主掌握控制板编程及主控软件部分（一项软件著作权）。设备生产由外部第三方进行 OEM，天启鸿源的自主储能变流器产品已经通过鉴衡认证、CE 认证、TUV 认证等

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司团队深耕行业多年，产业资源深厚，在手项目充足。天启鸿源是国内最早的储能团队之一，其管理团队在可再生能源及储能领域拥有超过 10 年的项目管理、项目开发、

系统设计、建设管理、微电网应用、技术研发等经历，公司高管从业经历丰富，技术及产业资源积攒深厚，公司主要已完成订单及在手订单情况良好，自设立以来，先后拓展三峡绿色能源（江苏）有限公司、湛江智慧能源有限公司、西安西电电力系统有限公司等客户，客户范围涵盖大型央企、国企等，业务能力及口碑得到业界认可。

图表 57: 天启鸿源管理层从业经历

姓名	职务	工作经历
王野	董事长、总经理	王野先生在法国接受过严格的核电站专业培训，是中国第一批核电专家。王野先生在光伏发电行业拥有多年工作经验，王先生亦参与有关光伏发电技术的研究项目，参加编制并审批了多项光伏发电领域的国家标准。2009年至2014年任中广核太阳能开发有限公司技术总监；2015年至2019年任北控清洁能源集团有限公司执行董事、执行总裁；2019年至今任北京天启鸿源新能源科技有限公司董事长。
庄波	执行总裁	2005年至2010年任中广核工程有限公司工程师；2010年至2014年历任中广核太阳能开发有限公司项目经理、工程管理中心总经理助理、工程管理中心副总经理；2014年至2016年任中民新能投资有限公司工程管理中心总经理；2016年至2017年任深圳顺辉新能源节能科技有限公司总经理；2017年至2019年历任北控清洁能源集团有限公司投资开发部总经理、总裁助理；2019年至今担任北京天启鸿源新能源科技有限公司执行总裁。
沈聪	副总裁	2009年至2015年任国家电网江西省调度控制中心省调调度员、自动化处专职；2016年至2019年任北控清洁能源集团有限公司智慧能源及储能事业部总经理；2019年至今担任北京天启鸿源新能源科技有限公司副总裁。
兰云鹏	副总裁	蓝云鹏先生拥有电力工程及其自动化、工商管理双学位，工程师中级职称。2003年至2010年任中国中轻国际工程有限公司项目主设计负责人；2010年至2014年历任中广核太阳能开发有限公司技术部副总经理、安全生产部副总经理；2015年至2019年任北控清洁能源集团技术总监兼任北控智慧能源有限公司总经理；2019年至今担任北京天启鸿源新能源科技有限公司副总裁。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 58: 天启鸿源已完成及在手订单情况

项目名称	天启鸿源负责情况	项目进展
内蒙古金山光储充一体化示范工程储能系统集成项目	提供储能集成系统产品	已完成
甘肃瓜州大规模储能电站EMS系统项目	提供储能系统EMS部分	已完成
广东南众储能系统设备项目	提供储能集成系统产品	已完成
世界银行储能市场咨询项目	提供关于储能的咨询服务	已完成
枣阳 47.8MW 分散式风电项目	投标联合体之一，负责除土建施工以外的其他工作	执行中
国家电投集团广东湛江宝钢屋顶分布式光伏建设项目	投标联合体之一，负责光伏系统集成项目管理和集成设备供货	执行中
肯尼亚光伏发电微电网项目	提供新能源电站建设及储能集成产品	执行中
广东河源田园渔光互补 300MW 项目	已取得项目指标，项目开发方	已取得相关批复，尚未实施
鹤壁宝山分布式发电 40MW 光伏项目	已取得项目指标，项目开发方	已取得相关批复，尚未实施
航天鸿源围场御道口 300MW 风储氢一体化项目	电站+储能集成产品	分期开发中
承德航天天启 500MW 风光储氢一体化多能互补示范项目	电站+储能集成产品	分期开发中

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

注：项目截至 2022 年 4 月同日并对上交所回复函的披露情况

天启鸿源与母公司形成明显业务协同性，有望充分发挥 **1+1>2** 的效用。同力日升长期从事电梯部件及电梯金属材料加工，服务客户均为国际一线电梯主机厂，业绩良好，现金流充沛，天启鸿源的储能、电站业务资金壁垒高，原有资金实力已经限制了自身发展，得到同力日升的现金注入后，能够更好地把握市场机遇，既兼顾了自身发展，也增强了同力日升的盈利能力。同时，同力日升将主要针对天启鸿源的储能系统集成产品，先从配件的加工制造入手，再逐步向总装集成发展的路径，与天启鸿源形成业务协同，长期看，两者有望充分发挥 **1+1>2** 的协调效用。

四、盈利预测与估值

我们对公司各项业务做出如下假设：**1) 电梯业务**：受房地产行业影响，电梯行业整体需求趋缓，但考虑到旧小区改造、存量市场更新等因素，预计行业将维持较为平稳的增长，而公司作为国内头部电梯结构件企业，市占率有望逐步提升，考虑到 2021 年公司利润率受原材料价格影响较大，随着 2022 年下半年原材料价格逐步回归正常水平，公司利润率有望持续修复；**2) 储能及新能源电站业务**：公司子公司天启鸿源具备丰富的储能及新能源电站建设经验，且技术实力雄厚，随着与公司协同效应的加强，公司在储能和新能源电站的项目推进将逐步加快，此外，天启鸿源技术在集成商中优势明显，具备明显的成本优势，随着未来两年产能的进一步释放，风光装机量大增的市场大背景下，储能渗透率的上升将带动公司储能产品需求，公司储能业务将成为主要利润贡献力量。

费用率方面，公司整体期间费用率常年来基本保持稳定，控费能力优异，我们预计 2022-2024 年公司销售费用率为 0.76%/0.80%/0.66%，管理费用率为 2.50%/2.45%/2.30%，研发费用率为 3.00%/3.00%/2.80%。

综上，我们预计 2022-2024 年公司实现营收 **36.01/74.59/105.64** 亿元，实现归母净利润 **2.25/3.98/6.19** 亿元。

图表 59: 同力日升主营业务收入拆分 (亿元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	22.96	36.01	74.59	105.64
Yoy	31.24%	56.84%	107.13%	41.63%
毛利率	14.36%	15.83%	16.78%	17.21%
扶梯部件	7.60	8.36	9.61	10.67
Yoy	24.30%	10.00%	15.00%	11.00%
毛利率	19.01%	19.00%	20.00%	20.50%
直梯部件	8.84	9.73	11.19	12.31
Yoy	38.69%	10.00%	15.00%	10.00%
毛利率	16.47%	16.50%	16.70%	17.10%
电梯金属材料	6.37	7.32	8.79	9.67
Yoy	30.26%	15.00%	20.00%	10.00%
毛利率	5.94%	5.80%	6.00%	6.10%
新能源电站	3.77	7.00	33.00	53.00
Yoy	-	176.26%	324.53%	62.22%
毛利率	-	20.00%	18.97%	18.00%
储能集成	-	3.60	12.00	20.00
Yoy	-	-	233.33%	66.67%

毛利率	-	19.00%	20.00%	20.00%
销售费用率	0.59%	0.76%	0.80%	0.66%
研发费用率	3.04%	3.00%	3.00%	2.80%
管理费用率	2.62%	2.50%	2.45%	2.30%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

我们选取康力电梯（国内电梯整机制造厂商）、晶科科技（光伏电站 EPC 及运营头部公司）、阳光电源（在储能系统集成和新能源电站 EPC 及运营业务上与公司具备相似性）和科陆电子（储能系统集成优质厂商）作为可比公司。整体看，可比公司 2022-2024 年平均 PE 为 87.8/33.3/22.8x，公司同期未来三年 PE 为 41.6/23.6/15.1x，明显低于可比公司平均估值，考虑到公司切入储能/新能源电站业务后，竞争优势明显，电梯主业能提供健康稳定的现金流支撑，储能市场高景气度的背景下公司有望长期享受到行业成长性的红利，我们长期看好公司未来业绩保持高速增长，逐步发展成为储能集成系统领域中的龙头企业，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 60：可比公司估值对比（总市值取 2022/11/2 收盘价，可比标的盈利预测取 Wind 预测值）

公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
康力电梯	55	2.87	3.09	3.21	18.9	17.6	16.9
晶科科技	138	4.24	5.98	7.81	32.4	23.0	17.6
阳光电源	1976	30.5	53.1	71.5	65.6	37.7	28.0
科陆电子	141	0.61	2.60	4.98	234.1	54.7	28.6
平均	-	-	-	-	87.8	33.3	22.8
同力日升	94	2.25	3.98	6.19	41.6	23.6	15.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所

五、风险提示

原材料价格上涨风险。公司电梯业务受原材料价格波动影响较大，若原材料价格持续上涨，将会对公司电梯业务利润率产生不利影响，进而影响公司长期现金流的稳定。

宏观经济下行风险。公司切入的新能源电站和储能赛道主要是得益于光伏、风电装机量持续高景气，由此带来的相关也无需求，若宏观经济环境不景气，经济持续下行，或将对资本开支等造成不利影响，进而影响到风光储的行业景气度，对公司经营产生不利影响。

项目进展不及预期风险。公司新能源电站业务和储能业务多为项目制，若项目进展不及预期，将会影响公司未来收入和利润的确认节奏，进而对公司经营造成风险。

市场规模测算误差风险。我们电化学储能行业的市场空间做出了简要测算，但由于假设条件过多，部分条件会随着宏观经济变化而发生偏移，亦会对测算结果产生干扰，导致测算存在误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com