

2023年04月24日
中际联合(605305.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

其他专用机械

业绩短期承压，多元化助力发展

■ **事件：**公司发布 2022 年年报，全年实现营收 7.99 亿元，同比-9.45%，归母净利润 1.55 亿元，同比-33.05%。单 Q4，公司实现营收 2.38 亿元，同比-8.10%，归母净利润 0.23 亿元，同比-54.85%。

■ **2022 年整体业绩承压，海外市场拓展成效显著：**2022 年，根据 CWEA、国家能源局数据，行业吊装装机 49.8GW，同比-11%，行业并网装机 37.6GW，同比-21%，海风抢装后需求透支叠加全年开工进度相对迟缓，影响了装机规模和并网施工进度。从公司表现来看：

(1) **分市场：**2022 年实现内外销收入分别为 4.81、3.12 亿元，分别同比-34%、+109%，占比分别为 60.2%、39.1%。国内市场安全升降设备安装处于风电场施工末期，收入确认取决于下游业主方并网验收进度，进而导致公司 2022 年全年业绩相对承压，海外市场进展亮眼，公司在欧洲、北美、印度和日本设立了全资子公司，持续开拓全球领域的客户合作。

(2) **分产品：**2022 年升降设备、防护设备、安全作业服务业务收入分别为 5.43、1.93、0.57 亿元，分别同比-14.86%、-9.52%、+123.65%，分别占总营收比重 68.53%、24.17%、7.07%，升降设备受限于风电项目实施、安装进度放缓，服务业务占比仍然较小，但实现快速增长得益于公司持续扩大的存量维护市场。

■ **布局未来业务扩张，费用端短期压力较大：**2022 年公司销售毛利率 43.67%，同比-4.0pct，净利率 19.41%，同比-6.84pct。毛利率下降主要受国内市场规模化效应减弱、原材料价格上涨、销售单价下降等因素影响，国内市场毛利率同比-10.27pct，海外市场毛利率相对稳定，同比-0.8pct。费用端来看，2022 年期间费用率 26.27%，同比+5pct，销售、管理、研发、财务费用率分别同比+4.0、+2.5、+2.6、-4.1pct，公司正处于市场、产品、行业多元化布局扩张阶段，短期人员规模扩张带来一定的费用压力，2022 公司员工总数达到 862 人，同比+27%，生产人员规模稳定，销售、技术人员分别增长 40%、49%。我们预计，未来海外市场布局、多元化产品布局逐步显现成效，规模化效应有望缓解短期费用压力。

■ **2023 年国内风电装机加速有望促进业绩改善，多元化布局有望贡献业绩增量：**① **国内装机加速：**根据国家能源局发布《2023 年能源工作指导意见》，2023 年风电、光伏新增装机目标为 160GW，在国内下游装机加速趋势下，我们预计 Q3-Q4 进入装机旺季后，

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

48.3 元

股价 (2023-04-21)

39.59 元

交易数据

总市值(百万元) 6,009.76

流通市值(百万元) 0.00

总股本(百万股) 151.80

流通股本(百万股) 0.00

12 个月价格区间 31.82/62.9 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.8	5.5	-22.2
绝对收益	-10.6	2.0	-21.3

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

高杨洋

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523030001

gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

收入端环比正增长，直接受益
于风电吊装加速 2022-10-30

公司规模化效应有望展望。②**完善海外营销体系建设**：海外市场扩张仍是公司重要的业绩增长驱动力，凭借日益完善的营销体系，以风电升降设备为主，各类配套的多元化产品同步向海外市场推广。③**多元化布局有望贡献增量**：2022 年公司研发投入 0.72 亿元，同比+27%，占总营收比重 8.99%，新产品包括智能安全防护设备、高空应急装备、工业升降机/爬塔机/爬梯导向物料输送机等均推向市场，2022 年公司不仅重新梳理了防护类业务产品体系，升降设备也实现了向建筑、电网、通讯等领域的拓展，伴随市场接受度、渗透率的提升，为公司未来长期增长增加动力。

投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 12.5/16.7/21.7 亿元，同比增速分别为 56.1%/33.9%/30.2%，归母净利润分别为 2.4/3.4/4.7 亿元，同比增速分别为 57.3%/39.1%/38.4%，对应 PE 分别为 25/18/13 倍，多元化布局叠加海外市场扩张，中长期成长性较强，预计 2023-2025 年利润端 CAGR 约为 40%，保守按 PEG=0.75 给予 30 倍 PE，对应 6 个月目标价 48.3 元，维持“买入-A”评级。

风险提示：下游风电行业景气度下行；海外市场开拓受阻；新产品新领域拓展受阻；市场竞争加剧，毛利率下滑；业务布局前期投入较大影响短期盈利水平。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	8.8	8.0	12.5	16.7	21.7
净利润	2.3	1.6	2.4	3.4	4.7
每股收益(元)	1.53	1.02	1.61	2.24	3.10
每股净资产(元)	13.57	14.25	15.03	16.81	19.29

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	25.9	38.7	24.6	17.7	12.8
市净率(倍)	2.9	2.8	2.6	2.4	2.1
净利润率	26.2%	19.4%	19.6%	20.3%	21.6%
净资产收益率	11.2%	7.2%	10.7%	13.3%	16.0%
股息收益率	2.1%	0.0%	0.8%	1.1%	1.6%
ROIC	67.1%	27.0%	37.4%	31.0%	47.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034