

中际联合 (605305)

证券研究报告

2023年04月26日

业绩短期有所承压，看好出海+后市场贡献增量

事件：中际联合发布 2022 年报。

2022 年全年：1) 实现营收 7.99 亿元，同比-9.45%；实现归母净利润 1.55 亿元，同比-33.05%；实现扣非归母净利润 1.28 亿元，同比-39.52%。2) 全年毛利率 43.67%，同比-4.00pct；归母净利润率 19.41%，同比-6.84pct；扣非归母净利润率 15.97%，同比-7.94pct。3) 期间费用率为 26.27%，同比+5.01pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.93%、7.77%、8.99%、-4.42%，同比分别变动+3.98、+2.53、+2.58、-4.09pct。

2022Q4 单季度：1) 实现营收 2.38 亿元，同比-8.10%，环比+18.51%；实现归母净利润 0.23 亿元，同比-54.85%，环比-48.5%；实现扣非归母净利润 0.16 亿元，同比-57.75%，环比-49.65%。2) Q4 单季度毛利率 45.25%，同比+18.36pct，环比+4.01pct；归母净利润率 9.74%，同比-10.09pct，环比-12.68pct；扣非归母净利润率 6.71%，同比-7.89pct，环比-9.08pct。

点评：

1) 分产品来看，公司高空安全升降设备实现营业收入 5.44 亿元，同比-9.52%；毛利率 47.64%，同比-2.38pct。高空安全防护设备实现营业收入 1.93 亿元，同比-14.86%；毛利率 33.63%，同比-4.54pct。高空安全作业服务实现营业收入 0.57 亿元，同比+123.65%；毛利率 34.32%，同比+12.88pct；后市场服务发力明显，有望持续贡献增量。

2) 巩固现有业务优势，积极拓展海外市场：公司作为制造业单项冠军示范企业，主要产品在风电行业细分市场占有率排名第一。公司将以市场为导向，以客户需求为中心，深入巩固现有业务优势；22 年公司加大用于销售人员薪资和货物仓储的销售费用投入，实现外销收入 3.12 亿元，同比增长 109.25%，海外市场开拓取得阶段性成效。公司将进一步拓展美洲、欧洲和印度等地区的市场空间，争取更多订单。

3) 持续加大研发投入创新投入，积极拓展新领域业务：2022 年公司研发投入 0.72 亿元，同比增长 26.92%；截至 2022 年 12 月 31 日，公司累计获得 554 项授权专利，19 件软件著作权；2022 年，公司新开发或升级的主要产品有应用于施工、运维等工业场景的个人安全防护装备、应用于救援领域的高空应急装备，用于烟囱、仓筒、桥塔、港口、建筑等工业领域的工业升降设备。公司将不断丰富产品的深度与广度，继续研发满足客户新需求的产品，培养新的利润增长点。

盈利预测：考虑到前次报告距今较久，由于 22 年疫情反复等影响导致公司 22 年实际业绩偏离前次预测值较多；本次在 22 年业绩基础上进行审慎调整，下调盈利预测；预计公司 23-25 年归母净利润分别为 2.72 亿元（前值 3.86 亿元）、3.67 亿元（前值 4.83 亿元）、4.47 亿元，对应 PE 分别为 21.68、16.06、13.20X，维持“买入”评级！

风险提示：下游风电行业波动和政策风险，行业竞争风险，经营风险，技术风险，财务风险，客户相对集中的风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	882.84	799.40	1,269.44	1,686.55	2,136.53
增长率(%)	29.64	(9.45)	58.80	32.86	26.68
EBITDA(百万元)	306.74	202.73	312.03	415.34	500.55
归属母公司净利润(百万元)	231.71	155.13	272.08	367.26	446.82
增长率(%)	25.17	(33.05)	75.39	34.98	21.66
EPS(元/股)	1.53	1.02	1.79	2.42	2.94
市盈率(P/E)	25.45	38.02	21.68	16.06	13.20
市净率(P/B)	2.86	2.73	2.48	2.22	1.94
市销率(P/S)	6.68	7.38	4.65	3.50	2.76
EV/EBITDA	29.30	18.42	13.22	8.58	7.28

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/工程机械
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	38.85 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	151.80
流通 A 股股本(百万股)	106.26
A 股总市值(百万元)	5,897.43
流通 A 股市值(百万元)	4,128.20
每股净资产(元)	14.25
资产负债率(%)	13.61
一年内最高/最低(元)	65.69/31.26

作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
朱晔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001	
zhuye@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《中际联合-首次覆盖报告:产品升级+出海拓展+平台化拓展打开广阔市场》
2022-09-16

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,590.53	1,485.31	1,626.13	2,186.83	2,104.45
应收票据及应收账款	500.78	373.84	684.03	252.95	934.02
预付账款	1.80	3.10	12.36	3.10	16.34
存货	178.76	185.29	283.88	234.17	421.13
其他	5.40	175.99	156.24	164.12	174.01
流动资产合计	2,277.28	2,223.55	2,762.63	2,841.17	3,649.94
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	66.47	106.95	115.76	123.58	130.39
在建工程	0.00	0.00	50.00	100.00	150.00
无形资产	15.65	142.52	138.11	133.71	129.30
其他	16.68	22.03	14.81	15.49	15.51
非流动资产合计	98.81	271.50	318.68	372.77	425.20
资产总计	2,376.09	2,503.99	3,081.32	3,213.94	4,075.14
短期借款	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	220.77	196.45	542.17	351.11	802.49
其他	40.19	57.81	153.78	195.78	218.63
流动负债合计	260.97	254.36	695.95	546.89	1,021.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.78	12.16	10.36	11.10	11.21
非流动负债合计	10.78	12.16	10.36	11.10	11.21
负债合计	315.74	340.83	706.31	557.99	1,032.34
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	110.00	151.80	151.80	151.80	151.80
资本公积	1,263.28	1,221.48	1,221.48	1,221.48	1,221.48
留存收益	684.39	769.99	993.12	1,272.28	1,656.57
其他	2.68	19.88	8.60	10.39	12.96
股东权益合计	2,060.35	2,163.16	2,375.00	2,655.95	3,042.81
负债和股东权益总计	2,376.09	2,503.99	3,081.32	3,213.94	4,075.14

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	231.71	155.13	272.08	367.26	446.82
折旧摊销	8.95	12.11	15.59	16.59	17.59
财务费用	0.24	(11.24)	(15.55)	(19.06)	(21.45)
投资损失	(16.97)	(20.00)	(13.12)	(16.68)	(16.58)
营运资金变动	(116.63)	76.80	(16.82)	332.85	(416.53)
其它	6.02	25.74	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	113.33	238.55	242.18	680.97	9.85
资本支出	5.47	176.67	71.80	69.26	69.89
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.53	(553.66)	(128.68)	(122.58)	(123.31)
投资活动现金流	7.00	(377.00)	(56.88)	(53.32)	(53.42)
债权融资	5.16	33.89	15.75	19.38	21.14
股权融资	843.71	17.20	(60.24)	(86.32)	(59.96)
其他	61.01	(122.75)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	909.88	(71.66)	(44.49)	(66.94)	(38.82)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,030.21	(210.11)	140.81	560.71	(82.39)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	882.84	799.40	1,269.44	1,686.55	2,136.53
营业成本	461.97	450.30	703.75	932.49	1,179.54
营业税金及附加	5.04	4.00	8.47	9.77	12.44
销售费用	87.76	111.32	101.56	134.92	192.29
管理费用	46.23	62.10	96.48	126.49	158.10
研发费用	56.65	71.90	76.17	101.19	128.19
财务费用	(2.95)	(35.34)	(15.55)	(19.06)	(21.45)
资产/信用减值损失	(6.33)	(2.05)	(4.38)	(4.25)	(3.56)
公允价值变动收益	0.00	(0.13)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.97	19.94	13.12	16.68	16.58
其他	(46.79)	(53.82)	0.00	0.00	0.00
营业利润	264.29	171.18	307.32	413.17	500.44
营业外收入	0.26	0.52	0.46	0.41	0.47
营业外支出	0.16	0.12	0.12	0.13	0.12
利润总额	264.38	171.59	307.66	413.45	500.79
所得税	32.67	16.46	35.58	46.19	53.96
净利润	231.71	155.13	272.08	367.26	446.82
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	231.71	155.13	272.08	367.26	446.82
每股收益(元)	1.53	1.02	1.79	2.42	2.94

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	29.64%	-9.45%	58.80%	32.86%	26.68%
营业利润	24.89%	-35.23%	79.53%	34.44%	21.12%
归属于母公司净利润	25.17%	-33.05%	75.39%	34.98%	21.66%
获利能力					
毛利率	47.67%	43.67%	44.56%	44.71%	44.79%
净利率	26.25%	19.41%	21.43%	21.78%	20.91%
ROE	11.25%	7.17%	11.46%	13.83%	14.68%
ROIC	67.12%	26.97%	49.25%	58.12%	132.63%
偿债能力					
资产负债率	13.29%	13.61%	22.92%	17.36%	25.33%
净负债率	-77.09%	-68.63%	-68.43%	-82.29%	-69.13%
流动比率	7.47	6.79	3.97	5.20	3.57
速动比率	6.88	6.23	3.56	4.77	3.16
营运能力					
应收账款周转率	2.02	1.83	2.40	3.60	3.60
存货周转率	4.96	4.39	5.41	6.51	6.52
总资产周转率	0.49	0.33	0.45	0.54	0.59
每股指标(元)					
每股收益	1.53	1.02	1.79	2.42	2.94
每股经营现金流	0.75	1.57	1.60	4.49	0.06
每股净资产	13.57	14.25	15.65	17.50	20.04
估值比率					
市盈率	25.45	38.02	21.68	16.06	13.20
市净率	2.86	2.73	2.48	2.22	1.94
EV/EBITDA	29.30	18.42	13.22	8.58	7.28
EV/EBIT	30.04	19.45	13.91	8.94	7.55

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com