

海南华铁（603300）深度报告： 高机租赁龙头多元化纵深，算力服务开拓第二曲线

评级：买入(首次覆盖)

张艺露(证券分析师)

S0350523110003

zhangyl01@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
海南华铁	95.0%	116.7%	88.1%
沪深300	1.3%	-0.7%	11.7%

市场数据

2025/03/07

当前价格 (元)	12.83
52周价格区间 (元)	4.05-12.83
总市值 (百万)	25,311.13
流通市值 (百万)	25,311.13
总股本 (万股)	197,280.80
流通股本 (万股)	197,280.80
日均成交额 (百万)	10,556.06
近一月换手 (%)	23.69

- ◆ **公司介绍与复盘：历经业务转型，落子高空车租赁。**公司由建筑支护设备租赁业务起家，2019年进军高空车租赁业务。2019-2023年营收/归母净利润CAGR达40.1%/30.5%，主要由高机租赁驱动。2023年，公司高空作业平台/建筑支护设备收入占比分别为70.4%/29.6%、毛利占比为68.6%/31.4%。2024年，实控人变更为海南国资，公司同步布局算力租赁、低空业务。复盘来看，2019年转型以来股价中枢震荡上行，截至2025/2/18，PE位于近10年40.6%分位处，过去公司股价主要跟随保有量增速、出租率、租金价格等因素，主业上限取决于公司未来扩充设备计划。
- ◆ **行业分析：集中度提升仍有空间，产业需求持续增高。**1) 商业模式：行业核心竞争力排序为保有量、渠道、服务。保有量本质上是资金壁垒，目前可分为融资租赁与轻资产模式，其中融资租赁模式利润率水平相对较高，但现金流压力较大，轻资产模式无需并表，利润率水平稍低但可减轻资金压力；2) 行业规模：根据中国工程机械协会等数据，2025年我国高空租赁市场规模有望达243亿元，同比增长18%。2017-2023年，设备保有量从6.5万台增加至60万台，CAGR为44.8%，其中租赁市场占比约88.3%；渗透率角度，2023年美国人均保有量为25.61台/万人，我国高空作业平台人均保有量为3.72台/万人，仍有较大提升空间。3) 市场格局：CR2宏信建发和海南华铁在高空作业平台国内租赁市场中分别占据33.51%和22.85%的市场份额，合计约56.4%，同比+7.6pct。我们预计当下行业租金价格&出租率水平或已低于中小企业现金流平衡点，中小企业或不具备扩张动能，预计行业将继续向头部集中。
- ◆ **前瞻布局算力租赁，卡位杭州本地算力需求。**公司于2023年前瞻布局算力租赁同时卡位杭州本地算力，杭州本地的大模型及互联网企业较多，预计当地算力需求较为旺盛。需求侧看，根据彭博智库预测，全球训练/推理算力市场规模有望从2023年的760亿/100亿美元增长至2032年的6460亿/4870亿美元，对应CAGR分别达26.8%/54.0%。Deepseek开源大模型推出大幅降低训练/推理成本，中长期维度下算力总需求有望受益长尾效应+应用端需求增长+训练需求二阶效应从而延续增长。算力租赁仍为目前主流模式，根据中研普华产业研究院预测，2026年我国算力租赁收入规模有望达2600亿元，且将以每年20%以上的速度快速增长。供给侧，根据IDC数据，2024H1，我国本土人工智能芯片品牌的出货量市占率约20%，高端GPU与海外厂商仍有一定差距，在美国对华制裁背景下预计国内高端算力资源依旧稀缺，或将进一步推升算力租赁需求。我们认为公司在算力业务方面具备三大看点：1) 卡位杭州&海南，具备区位优势，公司总部位于杭州，在杭州地区开展业务更具优势，同时，海南国资入主后可依托海南地区区位优势开拓算力业务范围，近期，公司已与海南算力签订合作协议，合作布局算力出海业务，为境内外企业提供算力服务；2) 客户优势，公司为浙大校友企业，与无问芯穹、北京科蓝、华为云等均有过一定合作，同时，公司于2025年2月12日成立数智科技事业部并引入席明贤（前钉钉副总裁、华为人工智能与大数据首席专家）担任首席数据官与该事业部总经理，席明贤加盟有望帮助华铁进一步打通下游客户渠道。3) 融资租赁模式经验丰富且具备国资授信、低融资成本等优势，算力租赁目前主要以裸金属租赁为主，本质上与公司主业高空车融资租赁的商业模式较为相似，公司可复用对高空车的管理运营经验。根据公司投资者回答，截至2024年12月5日，公司已累计新签24.75亿元租赁订单，现有订单预计2025年有望贡献1.0亿元净利润，未来公司在算力端预计将持续投入。

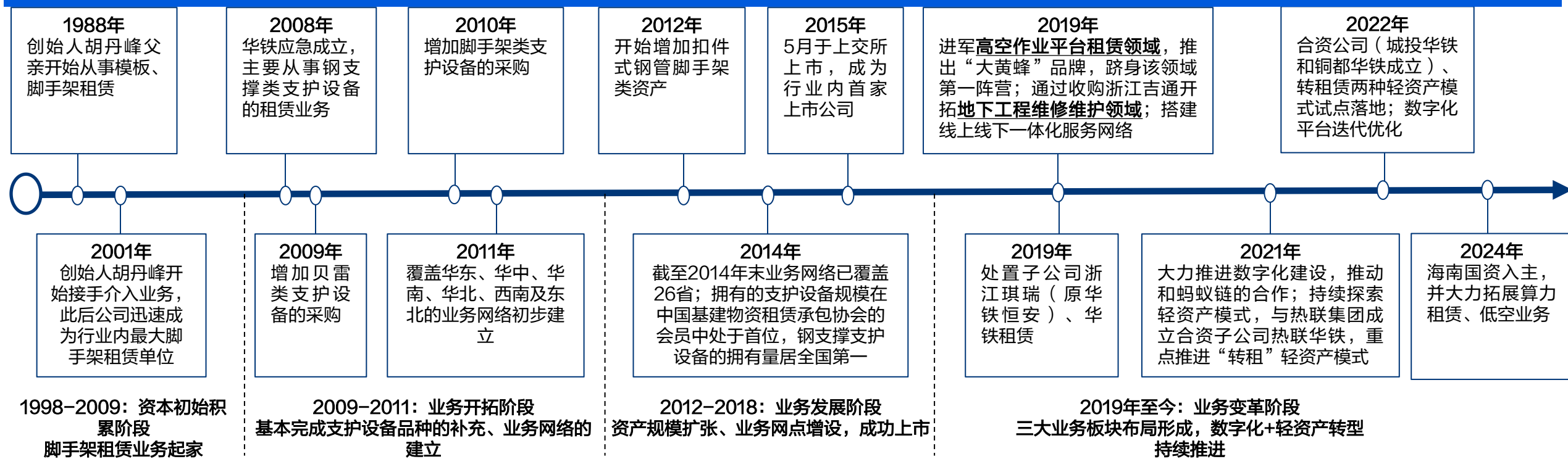
- ◆ **海南国资入主多重赋能，多品类布局+轻资产转型再拓成长：**公司主业发展主要有三大看点：i) 大力拓展多品类及低空业务。公司发挥高空作业平台引流优势，截至2024H1末，叉车保有量已超 500 台，同时，联手浙江威航进军低空市场，未来公司发挥租赁市场资源优势及网点优势，开展设备租赁及配套服务，浙江威航发挥无人机技术优势，加速产品创新迭代。ii) 海南国资入主后，融资成本预计有望降低，利息支出较2024前三季度有望收窄1.0亿元；海南控股旗下机场、区域综合开发、商贸服务等板块较为全面，有望协同拓展新需求点；海南省封关在即，减税、数字经济与低空经济等多项区位优势有望赋能业务开拓；iii) 轻资产转型加速扩规模，数字化建设赋能渠道运营。保有量方面，截至2024H1，公司高空作业平台中保有量达15.13万台，其中轻资产管理规模超3.6万台，较2023年末增长89.90%；出租率方面，2023年公司平均出租率为85.3%，领先行业平均；渠道方面，截至2024H1，公司线下网点已达330个，较2023年末新增56个。其中，一二线城市网点数量达153个。
- ◆ **盈利预测与投资逻辑：**1) 高空车主业：租金底部或现，2024Q4部分头部企业拟提价10%，预计影响主要体现在2025年；保有量预计新增放缓，但2024年新增设备预计在2025年兑现业绩且2024年出租率与租金价格基数均较低，同时行业集中度明显提升，预计2025年收入增长可期；2) 算力租赁：预计2025年贡献收入4-5亿元左右收入，贡献净利润1亿元左右，占公司2023年归母净利润的13.7%。我们预计公司2024-2026年收入52.4/67.8/95.0亿元，同比+18%/+29%/+40%；归母净利润 6.3/9.2/13.5亿元，同比-21%/+45%/+47%；对应2025/3/7收盘价，PE为39.89、27.60、18.75倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**高空车租金价格不及预期、高空车保有量增长不及预期、算力租赁需求不及预期、美国对华芯片出口制裁超预期、宏观经济恢复不及预期、行业竞争加剧风险、行业政策变动风险。

- ◆ 1、公司简介：国内工程设备租赁服务的领先厂商
 - ◆ 1.1、发展历史：历经业务转型，落子高空车租赁
 - ◆ 1.2、业务矩阵：聚焦高空车租赁，辅以建筑支护及地下维修工程业务
 - ◆ 1.3、财务分析：高杠杆转向高周转，轻资产转型优化现金流
 - ◆ 1.4、同业财务对比：盈利能力与存货周转能力居于行业前列
- ◆ 2、行业分析：集中度提升仍有空间，产业需求持续增高
 - ◆ 2.1、传统/轻资产单车盈利模型解构
 - ◆ 2.2、淡化地产周期影响，渗透率提升仍有空间
 - ◆ 2.3、供给：格局优化有迹可循，集中度提升大势所趋
- ◆ 3、前瞻布局算力租赁，卡位杭州本地算力需求
 - ◆ 3.1、需求端：大模型多点开花，算力需求持续高增
 - ◆ 3.2、供给端：高端AI芯片仍依赖海外，国内高端算力稀缺
 - ◆ 3.3、前瞻布局算力租赁，多维竞争优势助力开拓
 - ◆ 3.4、高盈利+优现金流，业绩兑现可期
- ◆ 4、海南国资入主多重赋能，多品类布局+轻资产转型再拓成长
 - ◆ 4.1、大力拓展多品类租赁、低空业务
 - ◆ 4.2、海南国资入驻，享多维发展红利
 - ◆ 4.3、轻资产转型加速扩规模，数字化建设赋能渠道运营
- ◆ 5、股价复盘与盈利预测
 - ◆ 5.1、股价复盘
 - ◆ 5.2、盈利预测
- ◆ 6、风险提示

1.1、发展历史：历经业务转型，落子高空车租赁

◆ 公司由建筑支护设备租赁业务起家，历经两次业务转型成为国内设备租赁龙头。海南华铁（原华铁应急）成立于2008年，2015年在上交所上市，2015年开始探索融资租赁业务，2019年进军高空作业平台租赁与地下维修维护领域，同时逐步剥离融资租赁、商业保理、服务器租赁业务，完成高空作业平台租赁服务、建筑支护设备租赁服务和地下维修维护服务三大业务板块布局。2024年，实控人变更为海南国资，公司同步布局算力租赁、低空业务。当前，公司以高空作业平台租赁为主业，持续推进轻资产转型与数字化改革，现已成为国内头部设备租赁企业。

图表：公司历史沿革

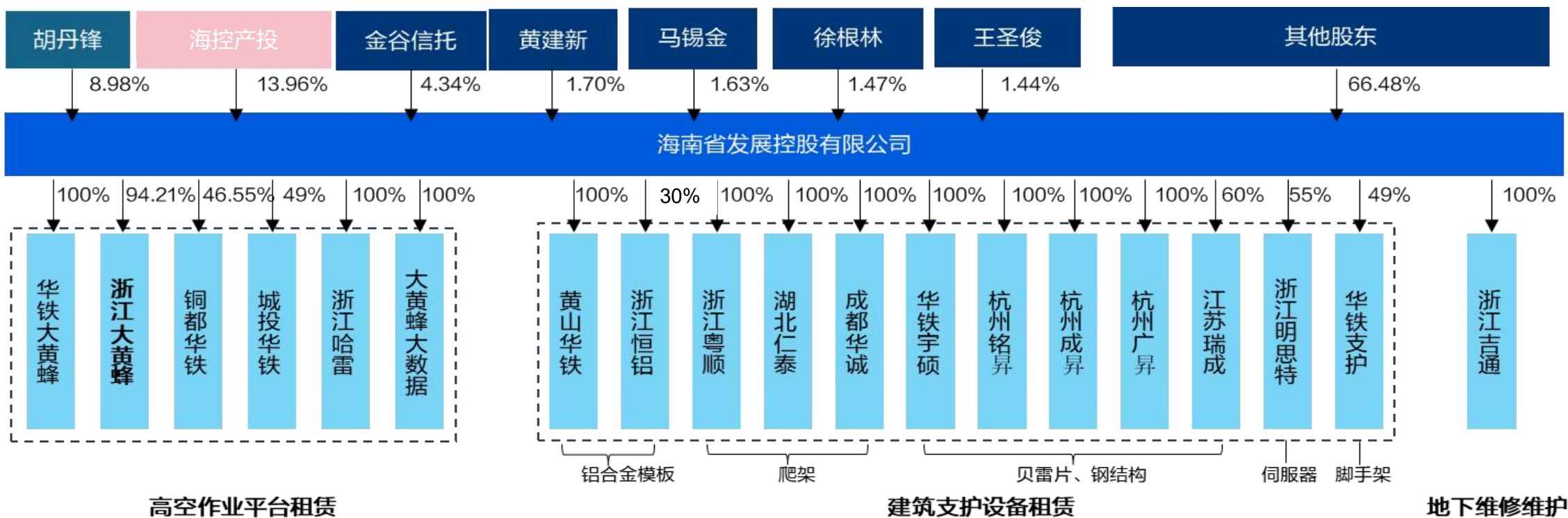


资料来源：公司官网，公司公告，天下银保公众号，海南省发展控股有限公司，同花顺iFind，公司招股书，国海证券研究所

1.1、发展历史：历经业务转型，落子高空车租赁

- ◆ **海南国资入主控股，有望多维赋能公司发展。** 2024年5月21日，胡丹锋、华铁恒升、大黄蜂控股与海控产投签署股份转让协议。将2.8亿股股份按照7.258元/股转让给海控产投，转让款总价约20亿元。转让后，截至2024Q3，海控产投持有公司13.96%的股份，成为控股股东，海南省国资委取得公司实际控制权。公司计划对胡丹峰团队进行充分授权，总经理和法人代表仍由胡丹峰担任。
- ◆ **公司子公司分散在不同业务板块：** 1) 新设子公司浙江大黄蜂开展高空作业平台业务，后分别与热联集团/浙江东阳城投/江西贵溪开展轻资产合作，成立合资子公司热联华铁/城投华铁/铜都华铁；2) 收购主营铝合金模板租赁业务的浙江恒铝，收购主营爬架的浙江粤顺等，以丰富建筑支护设备租赁业务品类、扩张业务规模。3) 收购浙江吉通进入地下工程维修维护领域。

图表：公司股权结构（股东持股比例截至2024/9/30）



1.1、发展历史：历经业务转型，落子高空车租赁

- ◆ **激励机制健全有效，辐射基层核心员工。**公司建立底薪+业务提成+利润分成的薪酬机制，开展股权激励计划形成利益共同体（6次股权激励计划授予合计约2.35亿股）；最新一次业绩指引为较2023年，2024、2025年营收增速不低于35%、82.25%，净利润增速不低于30%/69%，涉及员工人数达530人，包括基层核心技术人员、业务人员。
- ◆ **公司主要业务包括高空作业平台、建筑支护设备以及地下维修维护工程。**公司经过前期业务调整，目前主要业务包括高空作业平台、建筑支护设备以及地下维修维护工程。公司产品广泛应用于建筑施工建设、市政设施建设、轨道交通建设、水利工程等下游领域。高空平台租赁业务为公司目前核心主业，2023年实现收入31.07亿元，收入占比为70.4%，同比+13.7pct。

图表：公司股权激励计划

注：相关授予股份数量占比均为激励计划公告时占比数据

	2021年6月股票期权激励计划	2024年股票期权激励计划
激励计划授予数量	4170.75万股，约占总股本4.62%	9890万股，约占总股本5.04%
首次授予股票价格/期权行权价格	10.5元/股	6.22元/股
激励对象	董事、高级管理人员及核心技术、业务人员	530人，包括核心技术、业务人员
解除限售时间	授权日满12个月分四期行权，解锁比例分别为20%、20%、30%、30%。	授权日起满12个月分两期行权，第一期解锁50%，第二期解锁50%
解除限售业绩考核要求/行权业绩条件	2021-2024年分年度对公司业务指标进行考核 (1) 2021年营业收入值不低于21.35亿元； (2) 2021年至2022年两年累计营业收入值不低51.24亿元； (3) 2021年至2023年三年累计营业收入值不低于93.09亿元； (4) 2021年至2024年四年累计营业收入值不低于151.68亿元。	以2023年业绩为基准，考核2024/2025年业绩。 第一期行权目标： (1) 以2023年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于35%； (2) 以2023年净利润为基数，2024年净利润增长率不低于30%。 第二期行权目标： (1) 以2023年营业收入为基数，2025年营业收入增长率不低于82.25%； (2) 以2023年净利润为基数，2025年净利润增长率不低于69%。

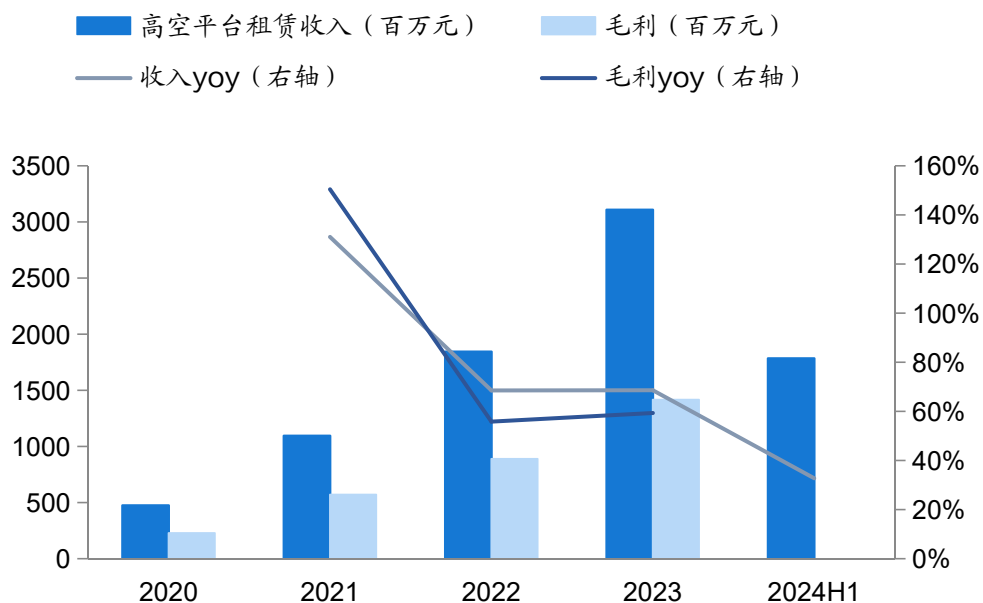
图表：公司主营业务

主营业务板块	收入占比 (2023)	产品类型	应用领域
高空作业平台	70%	剪叉式 曲臂式 直臂式	房屋修缮 工程施工 场馆建设
建筑支护设备	30%	附着式升降作业安全平台 预应力型钢支撑 铝合金模板 盘扣 贝雷片 钢支撑 伺服轴力监测系统	基坑围护 桥梁建设 建筑支架 建筑防护
地下维修维护工程	未单独披露，2023年贡献净利润6133万元，占归母净利润比为7.7%	TRD工法 IMS工法 RJP工法 MJS工法	河岸堤坝加固 地铁槽壁加固 污染物扩散防护

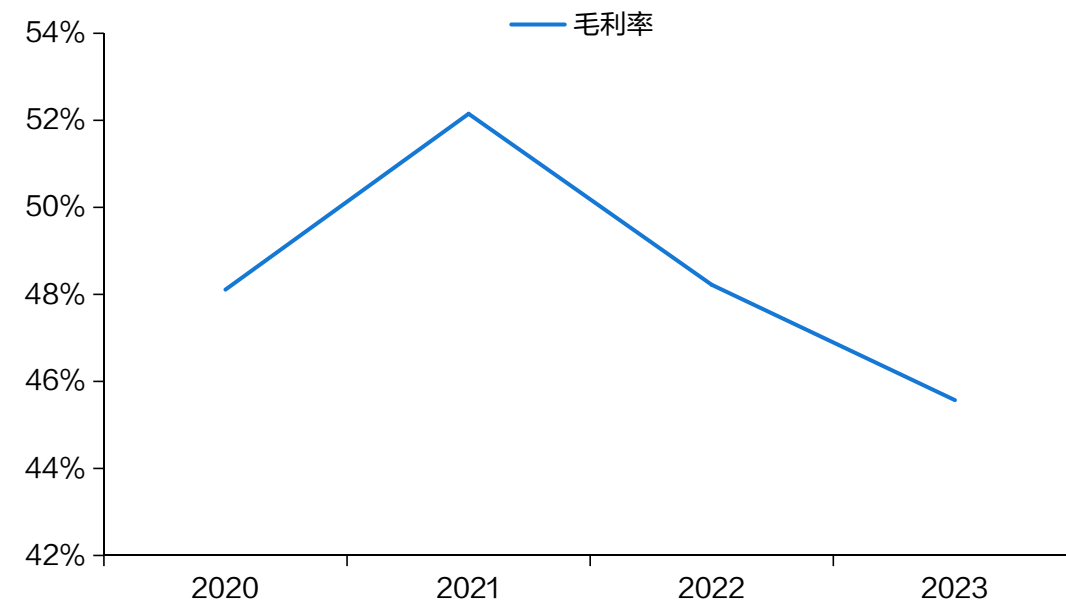
1.2、业务矩阵：聚焦高空车租赁，辅以建筑支护及地下维修工程业务

- 高空作业平台规模快速扩张，驱动业绩高速增长。2023年，高空平台租赁业务实现收入31.07亿元，同比+68.6%，收入增长主要来自于高空车保有量增长；毛利率为45.6%，同比-2.7pct，毛利率下滑主要系下游需求不振导致租金价格下滑同时成本支出较为刚性所致；收入占比为70.4%，同比+13.7pct。截至2024H1，公司高空作业平台设备管理规模达 15.13 万台，较上年末增长 24.9%，平均台量出租率 75.9%。

图表：高空作业平台租赁收入、毛利（百万元）及合计yoy



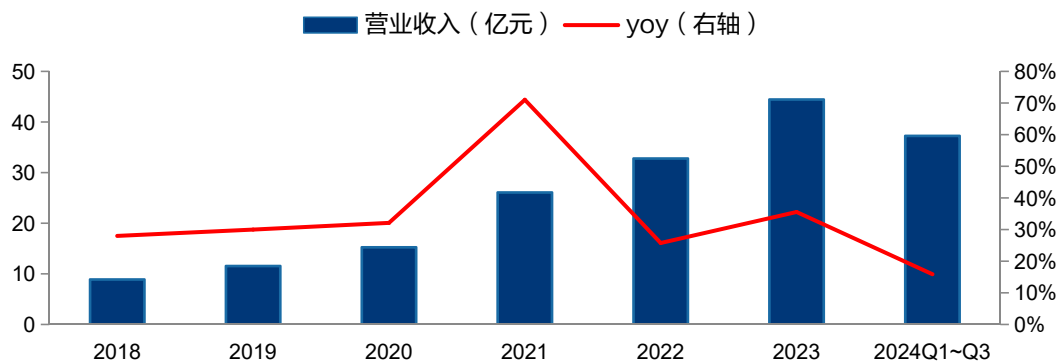
图表：高空作业平台毛利率情况



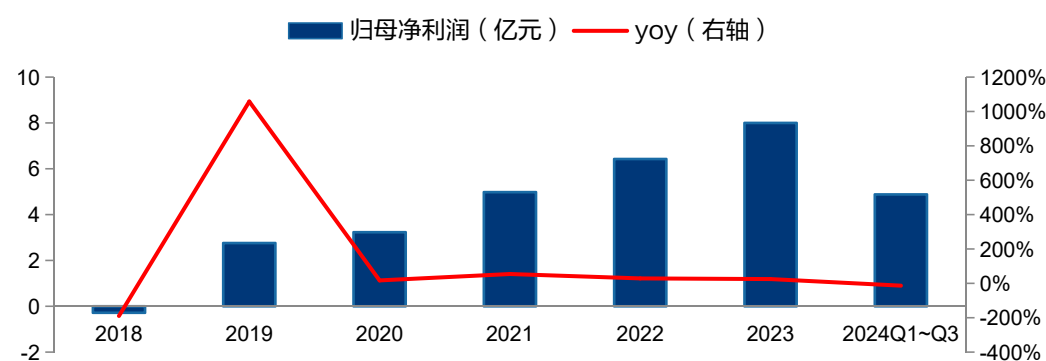
1.3、财务分析：高杠杆转向高周转，轻资产转型优化现金流

◆ 高空车租赁业务驱动营收/归母净利润增长，2019-2023年CAGR达40.1%/30.5%。公司营收/归母净利润分别由2018年的8.88/-0.28亿提升至2023年44.4/8.0亿元。2023年公司实现营业收入44.4亿元，同比增长35.6%；实现归母净利润8.0亿元，同比增长24.9%。2024Q1~Q3营收/归母净利润为37.25/4.88亿元，分别同比+15.9%/-13.4%。分业务来看。2023年，高空作业平台/建筑安全支护设备租赁分别实现营收31.1/13.1亿元，收入占比为70.4%/29.6%，同比+13.7/-6.6pct；分别贡献毛利14.2/6.5亿元，分别同比+59.3%/-14.0%，毛利占比分别为68.6%/31.4%，分别同比+14.5/-14.5pct。

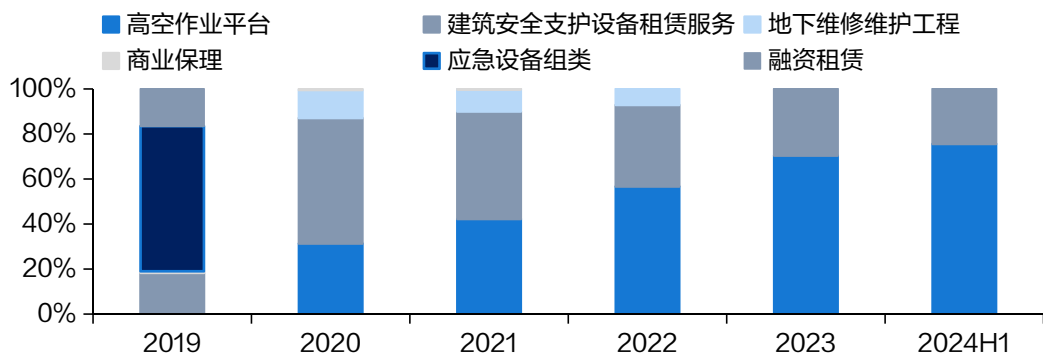
图表：营业收入（亿元）及yoy



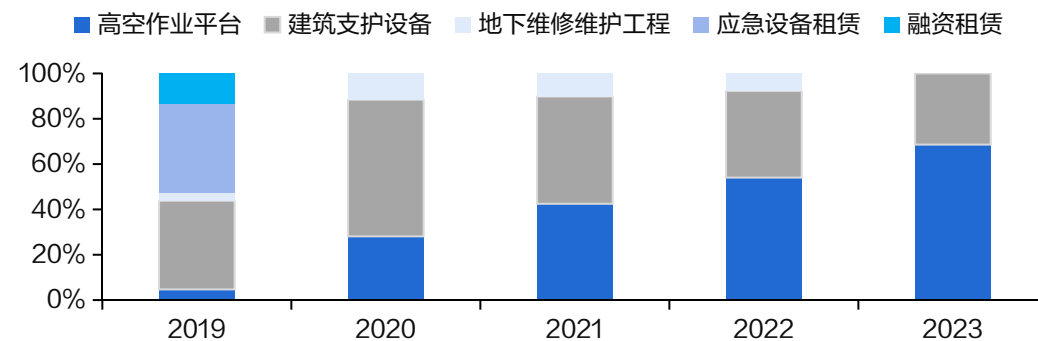
图表：归母净利润（亿元）及yoy



图表：分业务收入占比



图表：分业务毛利占比



1.3、财务分析：高杠杆转向高周转，轻资产转型优化现金流

图表：资产负债表解读

总资产比例	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
流动资产：														
货币资金	6.8%	1.5%	2.7%	2.5%	18.4%	15.6%	4.8%	1.4%	1.7%	2.0%	1.3%	0.9%	0.4%	1.4%
交易性金融资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.8%	0.0%
应收票据	0.9%	0.4%	1.1%	1.2%	0.9%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%
应收账款	20.5%	24.4%	23.1%	23.5%	18.1%	8.2%	7.3%	9.5%	18.2%	19.5%	19.9%	19.2%	18.3%	19.5%
应收款项融资	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
预付款项	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%
应收利息	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%
其他应收款	0.7%	0.4%	0.6%	0.9%	0.5%	0.3%	2.3%	1.3%	1.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%
存货	0.1%	0.1%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%
合同资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.6%	0.5%
一年内到期的非流动资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.3%	28.8%	19.1%	0.0%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他流动资产	0.0%	0.0%	1.4%	2.7%	8.2%	2.4%	1.0%	1.7%	1.6%	2.6%	1.5%	0.8%	0.8%	0.7%
流动资产合计	29.2%	27.0%	29.5%	31.1%	46.3%	49.4%	44.5%	33.6%	23.6%	27.2%	24.4%	23.1%	22.0%	23.4%
非流动资产：														
发放贷款及垫款	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	1.8%	0.8%	0.2%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
可供出售金融资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
长期应收款	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	27.1%	32.8%	38.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
长期股权投资	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	13.6%	9.3%	8.3%	6.2%	4.3%	3.9%
投资性房地产	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%	0.6%	0.4%	1.6%	1.3%	1.1%
固定资产	69.9%	71.7%	67.9%	67.3%	48.1%	19.6%	16.0%	21.0%	54.1%	58.3%	26.7%	21.1%	20.0%	21.3%
在建工程	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	1.3%	1.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
工程物资	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
使用权资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	37.2%	45.4%	50.7%	48.6%
无形资产	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
商誉	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	2.7%	1.9%	1.4%	0.9%	0.8%
长期待摊费用	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.4%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
递延所得税资产	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	0.5%	0.4%	0.9%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	0.2%	0.4%	1.3%	0.2%	0.3%	0.3%	1.1%	0.5%	0.4%	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
非流动资产合计	70.8%	73.0%	70.5%	68.9%	53.7%	50.6%	55.5%	66.4%	76.4%	72.8%	75.6%	76.9%	78.0%	76.6%

应收账款：2019年公司收入规模扩张，同时为进军地下维修维护工程等新领域，新收购子公司浙江吉通、浙江恒铝，导致应收账款占比大幅提升。

一年内到期的非流动资产 (百万元)	2018		2019	
	金额	占比	金额	占比
1年内到期的长期应收款	929.05	80%	0	0%
1年内到期的发放保理款	233.4	20%	0	0%
合计	1162.45	100%	0	0%

长期股权投资：2019年原主营融资租赁的子公司华铁租赁不再纳入合并报表范围。

长期股权投资(百万元)	2018		2019	
	金额	占比	金额	占比
华铁租赁	0.0	0%	641.3	91%
华铁建筑设备	46.4	83%	49.3	7%
浙江维安	9.8	17%	12.4	2%
优高新材料	0.0	0%	0.1	0%
合计	56.2	100%	703.0	100%

固定资产与使用权资产：2021年执行新租赁准则：取消承租人关于融资租赁与经营租赁的分类，要求承租人对所有租赁（选择简化处理的短期租赁和低价值资产租赁除外）在资产负债表中均确认相应的使用权资产和租赁负债，并分别确认折旧和利息费用。

使用权资产(百万元)	2020		2021	
	金额	占比	金额	占比
房屋及建筑物	41.8	3%	45.8	1%
机器设备	0.0	0%	25.8	1%
经营性租赁资产	1,628.6	97%	3,857.4	98%
合计	1,670.4	100%	3,928.9	100%

1.3、财务分析：高杠杆转向高周转，轻资产转型优化现金流

图表：资产负债表解读

占总负债比例	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
流动负债：														
短期借款	28.1%	48.8%	23.5%	29.6%	30.5%	43.1%	42.7%	48.7%	32.9%	28.9%	14.1%	9.4%	6.8%	7.5%
应付票据	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应付账款	5.3%	4.0%	8.4%	7.9%	12.4%	7.2%	4.0%	5.3%	12.5%	9.6%	13.5%	10.3%	8.5%	7.6%
预收款项	0.2%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合同负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	1.1%	0.6%	0.4%	0.3%
应付职工薪酬	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%	0.7%	0.5%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.3%
应交税费	3.4%	1.6%	1.9%	0.8%	0.8%	2.1%	1.4%	3.5%	0.5%	1.6%	2.2%	0.9%	0.7%	1.3%
应付利息	0.2%	0.2%	1.3%	1.3%	1.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他应付款	3.1%	2.6%	1.6%	1.7%	0.9%	0.5%	0.5%	11.8%	17.7%	13.8%	7.4%	9.3%	4.1%	11.6%
一年内到期的非流动负债	24.9%	16.0%	12.4%	2.5%	33.9%	14.4%	25.8%	22.0%	9.3%	11.7%	11.2%	14.2%	19.5%	17.5%
其他流动负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.4%	0.2%	0.3%	0.2%
流动负债合计	68.2%	75.0%	49.9%	44.6%	80.3%	67.9%	74.7%	93.2%	74.3%	67.6%	50.6%	45.6%	40.9%	46.4%
非流动负债：														
长期借款	25.3%	21.6%	1.8%	11.1%	19.8%	14.5%	5.1%	2.9%	3.2%	0.0%	4.2%	3.7%	5.8%	4.8%
应付债券	0.0%	0.0%	27.5%	29.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
租赁负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	40.3%	42.4%	43.7%	40.9%
长期应付款	6.9%	3.8%	20.9%	15.6%	0.0%	17.7%	20.2%	3.8%	22.4%	32.3%	1.7%	5.3%	7.9%	6.5%
预计负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
递延所得税负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%
递延收益-非流动负债	0.0%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动负债	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	2.2%	1.7%	1.5%
非流动负债合计	31.8%	25.0%	50.1%	55.4%	19.7%	32.1%	25.3%	6.8%	25.7%	32.4%	49.4%	54.4%	59.1%	53.6%

2020年短期借款占比快速下降主要系业务扩张带动的分母端快速膨胀。

2019年，为执行新经营战略，公司大量采购高空作业平台，收购子公司浙江吉通、浙江恒铝，衍生应付账款。

长期应付款（百万元）	2018	2019
	金额	金额
应付融资租赁款	142.1	834.7
其中：未确认融资费用	9.9	104.0
应付资产证券化款项	294.5	0.0
减：一年内到期长期应付款	357.6	131.8
合计	79.0	703.0

2019年起，原主营融资租赁的华铁租赁不再纳入合并范围，原内部借款变为外部借款。

租赁负债按照租赁期开始日尚未支付的租赁付款额采用租赁内含利率计算的现值进行初始计量。

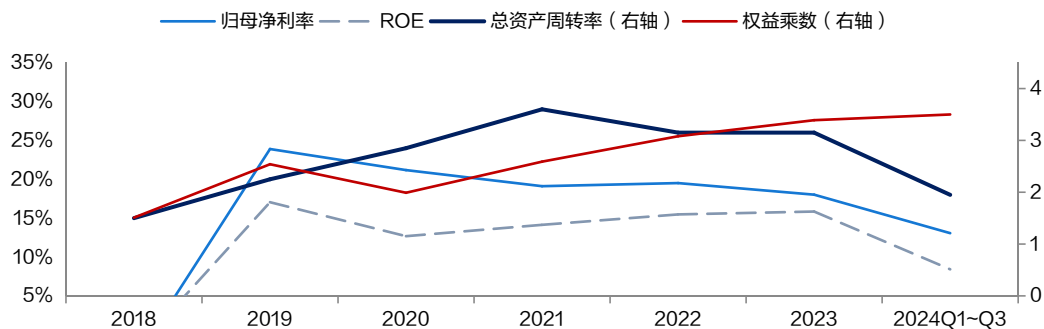
2021年，执行新租赁准则：要求承租人对所有租赁在资产负债表中均确认相应的使用权资产和租赁负债，并分别确认折旧和利息费用。该科目增长主要来自公司自持设备保有量的增长。

租赁负债（百万元）	2020	2021
	金额	金额
租赁付款额	1,390.2	3194.2
其中：未确认融资费用	155.8	334.3
减：一年内到期的租赁负债	285.9	581.0
合计	1,104.3	2,613.2

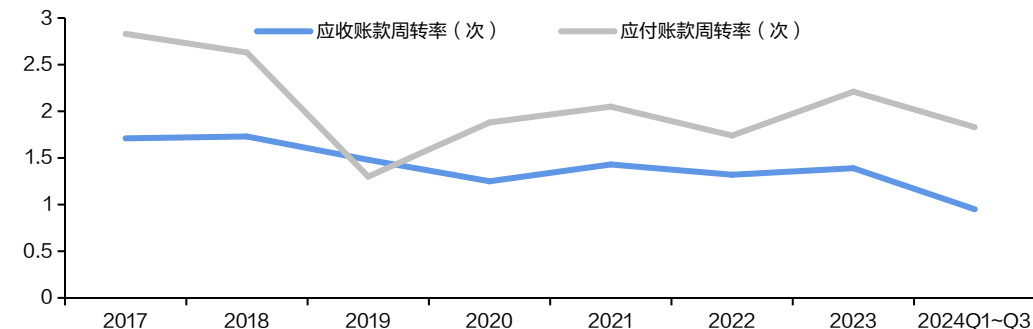
1.3、财务分析：高杠杆转向高周转，轻资产转型优化现金流

- ◆ **财务杠杆加码推动ROE增长。**2019年开始，公司总资产周转率快速提升，主要系数字化赋能、员工激励等措施提升出租率并加快设备周转。2020年到2023年，权益乘数由1.99增长至3.39，推动ROE稳中有升，由12.68%增长至15.85%。
- ◆ **负债率虽有提升，但资金成本持续降低。**公司的资产负债率/有息负债率分别从2018年的33.85%/27.35%提升至2023年的70.54%/64.49%，其中2023年同比增长3.01pct/5.27pct，主要系公司自持高空车规模增长所致，从资金成本角度来看，2024Q1-Q3，利息费用/有息负债为4.04%，较2023年降低0.68pct。考虑到后续海南国资入主或在信贷方面给予更多支持，公司资金成本有望继续下降。

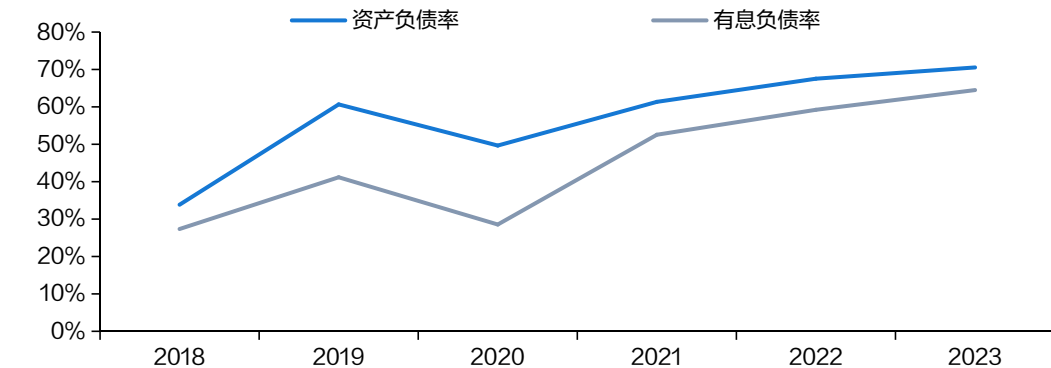
图表：杜邦分析



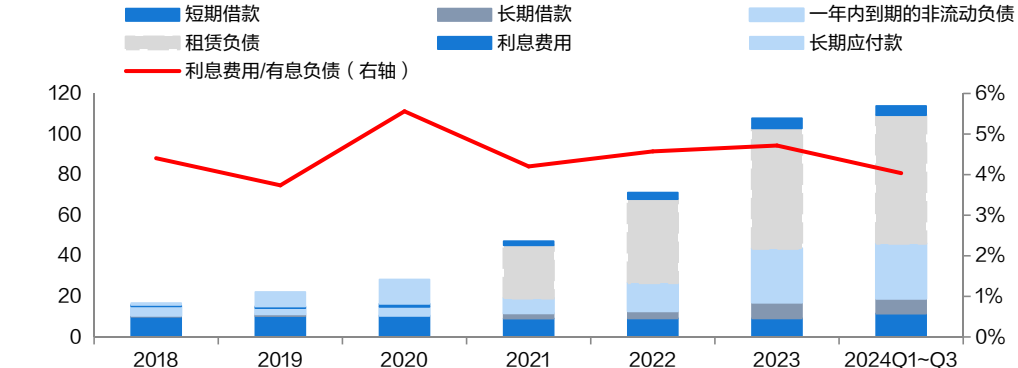
图表：应收账款及应付账款周转情况



图表：资产负债率与有息负债率



图表：有息负债拆分 (亿元)



1.3、财务分析：高杠杆转向高周转，轻资产转型优化现金流

(占营业收入比例)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
一、营业总收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
营业收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
二、营业总成本	65.7%	71.2%	73.5%	73.0%	78.9%	70.6%	70.8%	79.1%	60.9%	71.2%	75.1%	79.1%	79.7%	83.7%
营业成本	21.7%	25.7%	28.5%	32.8%	36.0%	37.8%	34.2%	29.9%	28.6%	46.1%	48.4%	49.7%	53.5%	57.0%
毛利	78.3%	74.3%	71.5%	67.2%	64.0%	62.2%	65.8%	70.1%	71.4%	53.9%	51.6%	50.3%	0.5%	0.4%
营业税金及附加	5.7%	5.6%	3.5%	1.6%	1.3%	1.0%	0.5%	0.6%	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%
销售费用	15.5%	15.5%	17.1%	16.1%	14.7%	11.9%	10.7%	8.9%	11.4%	8.7%	8.4%	8.8%	9.0%	8.6%
管理费用	10.1%	8.9%	8.9%	8.9%	10.3%	7.2%	6.4%	4.5%	6.2%	6.2%	5.4%	5.4%	4.0%	3.9%
研发费用	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	2.5%	2.9%	2.2%	2.2%	1.9%	1.7%
财务费用	8.7%	10.3%	10.8%	10.5%	9.1%	7.2%	8.1%	6.5%	7.7%	9.9%	7.3%	9.5%	11.0%	11.9%
其中：利息费用	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.9%	6.9%	9.8%	7.3%	9.5%	10.9%	11.9%
利息收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	4.1%	5.3%	4.7%	3.2%	7.5%	5.6%	10.8%	26.8%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.6%	-0.5%	0.1%
三、其他经营收益														
公允价值变动净收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	3.5%	0.0%
投资净收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	1.0%	0.6%	0.3%	-0.2%	0.2%	0.7%	0.4%	0.0%	0.3%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	-0.2%	0.2%	0.6%	0.4%	0.0%	0.3%
资产处置收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	1.0%	0.6%	0.0%	0.3%	0.0%	-0.1%
信用减值损失	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-3.9%	2.9%	-2.9%	-2.6%	-2.1%	-1.6%
其他收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	3.4%	1.2%	2.1%	1.2%	1.1%	0.8%	0.9%
四、营业利润	34.3%	28.8%	26.5%	27.0%	21.6%	30.3%	32.1%	25.0%	41.1%	31.6%	26.8%	23.2%	22.1%	15.8%
加：营业外收入	1.4%	2.9%	4.2%	4.5%	4.1%	2.2%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
减：营业外支出	0.8%	0.1%	0.6%	0.7%	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
其中：非流动资产处置净损失	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
五、利润总额	34.9%	31.6%	30.1%	30.8%	25.5%	32.3%	32.2%	24.7%	40.9%	31.6%	26.8%	23.2%	22.0%	15.7%
减：所得税	5.9%	5.5%	5.4%	5.2%	4.4%	7.6%	9.3%	9.8%	6.5%	5.4%	3.8%	2.3%	3.1%	2.1%
六、净利润	28.9%	26.1%	24.7%	25.6%	21.0%	24.8%	22.8%	14.9%	34.4%	26.2%	23.0%	20.9%	18.9%	13.6%
减：少数股东损益	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.5%	18.2%	18.2%	10.5%	5.0%	3.9%	1.3%	0.9%	0.6%
归属于母公司所有者的净利润	28.2%	26.1%	24.7%	25.6%	21.0%	11.3%	4.6%	-3.2%	23.9%	21.2%	19.1%	19.6%	18.0%	13.1%

2019年，公司开拓高空平台业务、收购新设子公司，资产增加引起折旧成本、施工成本上升，同时执行新收入准则运输成本由销售费用调整至营业成本。

2021年，管理效率持续提升，费用率下降。

2018年，子公司华铁恒安云计算服务器（实为矿机）计提资产减值准备1.43亿元，主要因比特币价格下跌，矿机租赁客户回款未及时到位，导致部分矿机闲置。市场需求下降及采购价格下调，导致公司计提大额减值损失。2019年3月，公司以1,228万元的价格将华铁恒安100%股权转让给陈万龙。

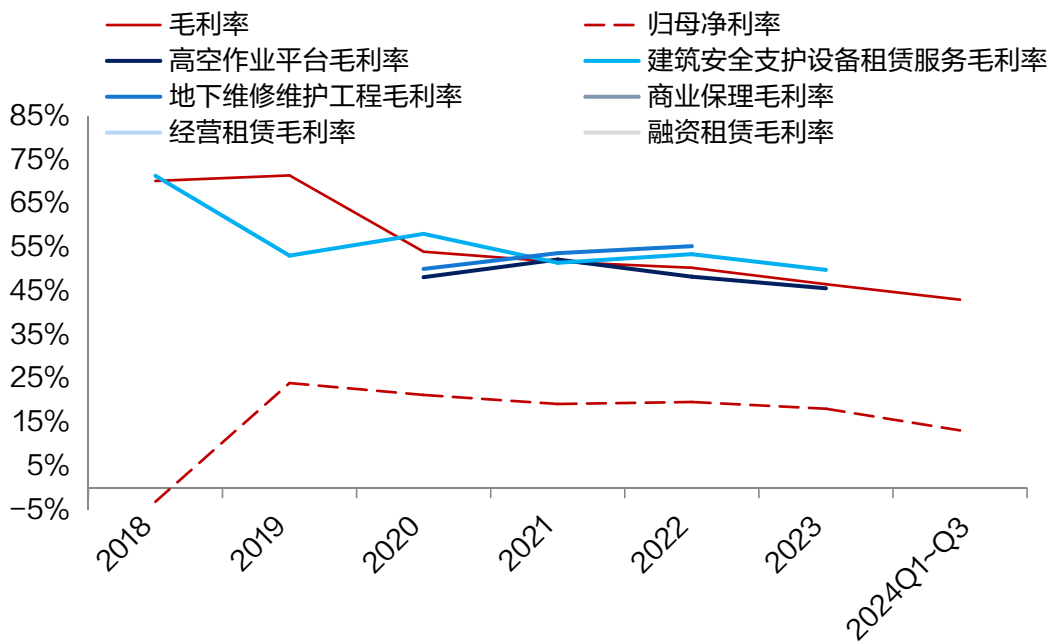
2020年部分应收账款减值损失冲回。

2018年，资产减值损失大幅提升导致归母净利润转负。

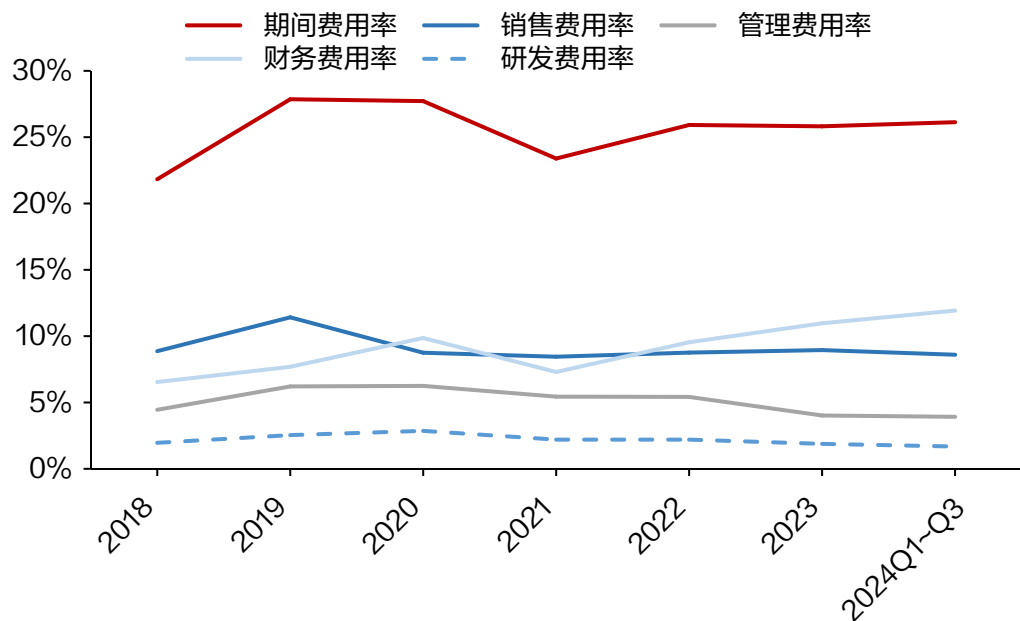
1.3、财务分析：高杠杆转向高周转，轻资产转型优化现金流

◆ 毛利率/归母净利率有所下滑，费用率保持平稳。2023年，公司毛利率/归母净利率分别为46.5%/18.02%，分别同比下降3.8/1.5pct。分业务看，高空作业平台/建筑安全支护设备租赁业务毛利率分别为45.6%/49.8%，分别同比下降2.6/3.6pct。其中高空作业平台毛利率下滑主要系租金下滑及轻资产占比提升所致（需与合作方分润）；建筑安全支护设备租赁业务毛利率下滑主要系下游地产业景气度下滑所致。从费用率看，期间费用率稳定在26%左右，拆分来看，2023年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为9.0%/4.0%/11.0%/1.9%，分别同比+0.2/-1.4/+1.4/-0.3pct。其中，管理费用率下滑主要得益于公司经营效率提升；财务费用率提升主要系租赁负债增加导致利息成本上升。

图表：毛利率、归母净利率情况



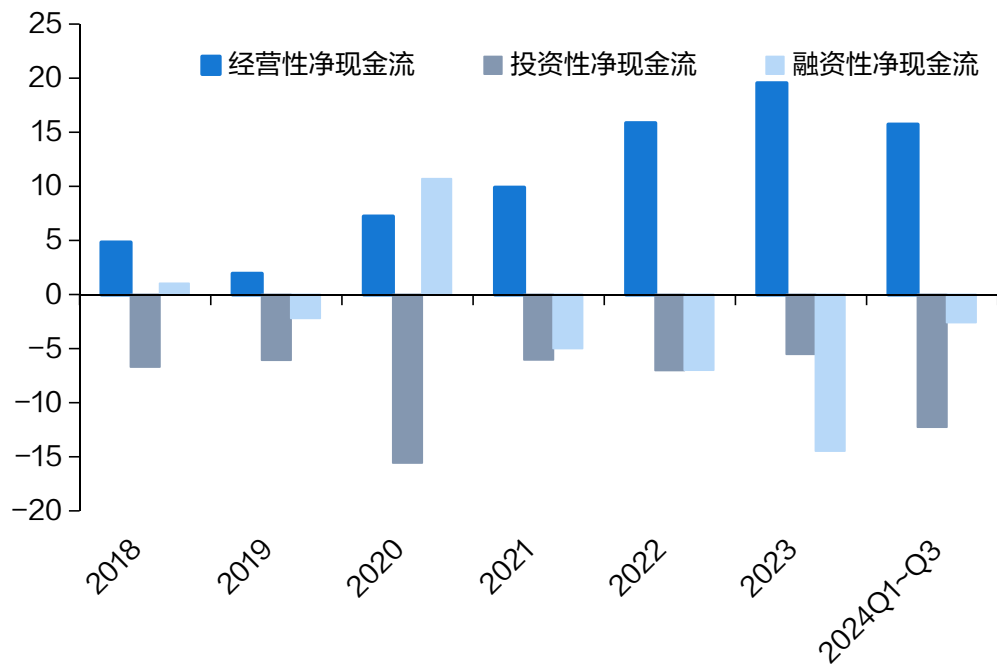
图表：费用率分析



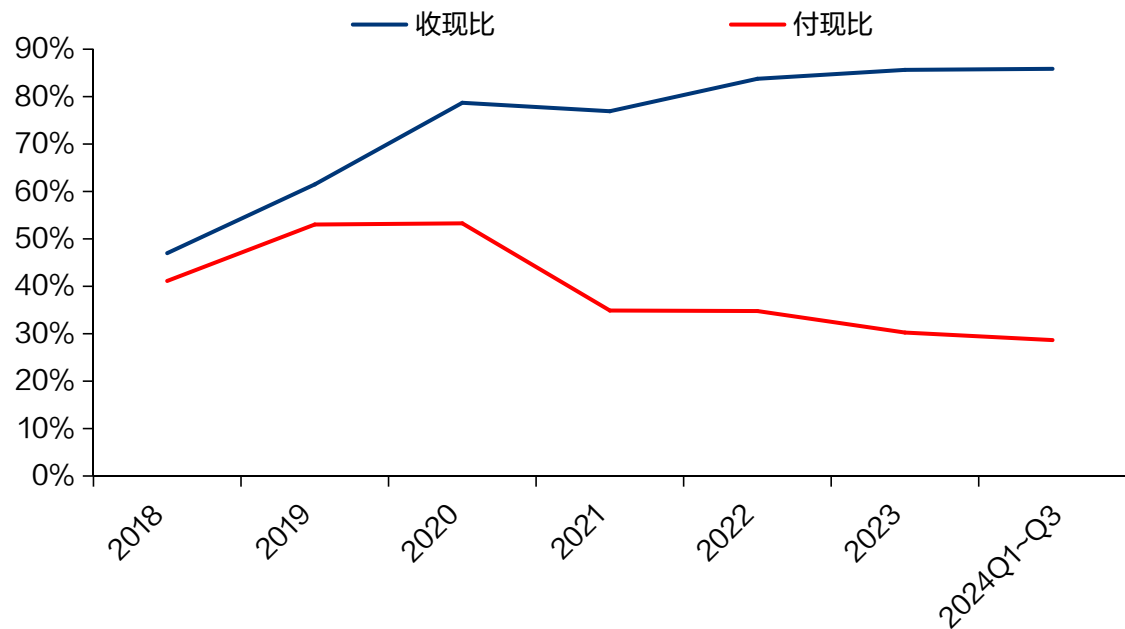
1.3、财务分析：轻资产运营带动现金流改善

◆ 轻资产转型减轻资金压力，回款加快改善现金流。2019年剥离融资租赁业务后，经营现金流压力好转明显，同时为开展新业务购置设备产生的投资活动现金流流出也逐渐加大。2021年开始推行轻资产模式后，公司通过引入外部资金方或资产闲置方代替自有资金买入，投资性净现金流流出有所收窄；2023年公司股权自由现金流为28.1亿元，同比+83.7%；收现比/付现比分别为85.6%/30.2%，同比+1.88/-4.58pct。

图表：现金流情况（亿元）



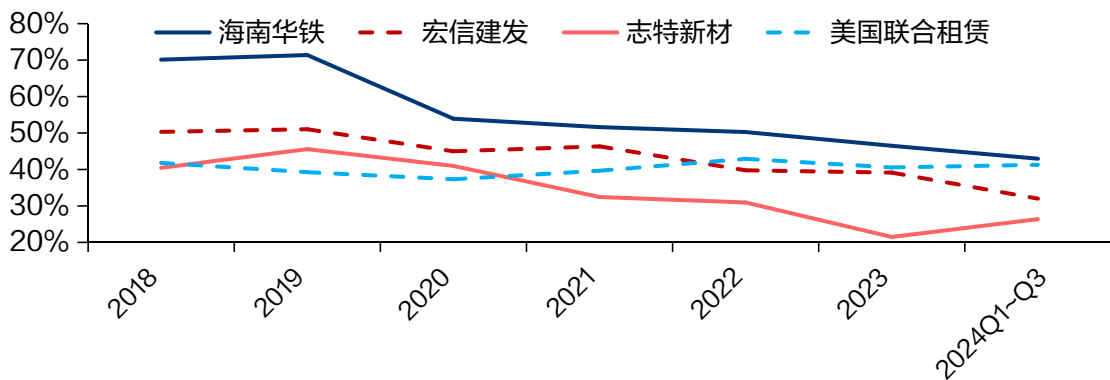
图表：收现比与付现比



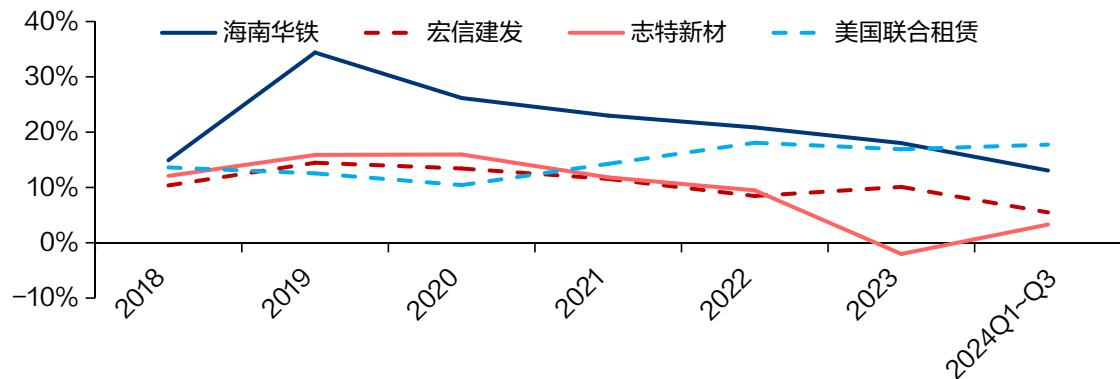
1.4、同业财务对比：盈利能力与存货周转能力居于行业前列

◆ 公司盈利能力、存货周转效率均优于国内同业。从盈利能力公司来看，受国内建筑行业景气度下滑，相关设备租赁公司盈利能力均有下滑，但海南华铁毛利率/净利率仍维持40%+/13%+，优于国内同业，主要得益于公司更好的成本管控能力；从周转效率看，公司存货周转率大幅高于国内同业，主要系公司存货较少。

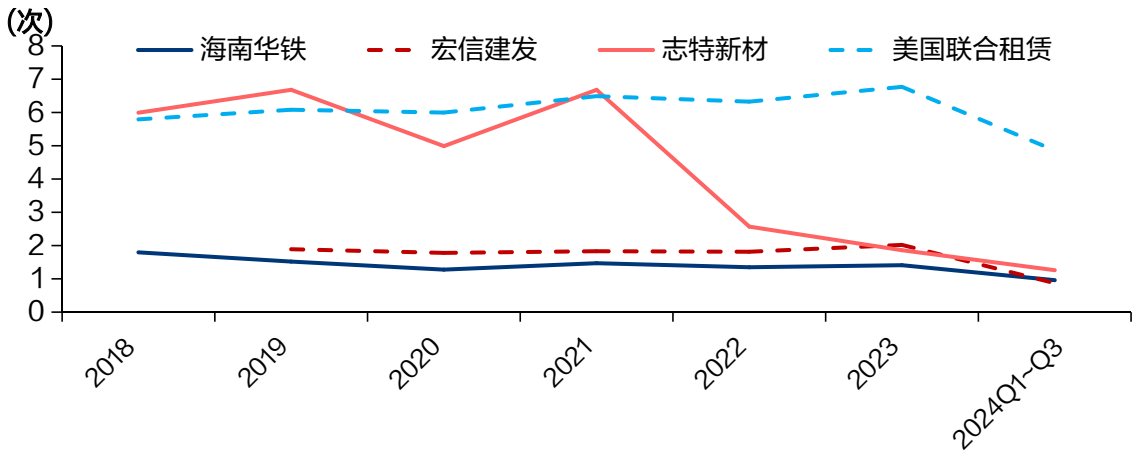
图表：各公司毛利率对比



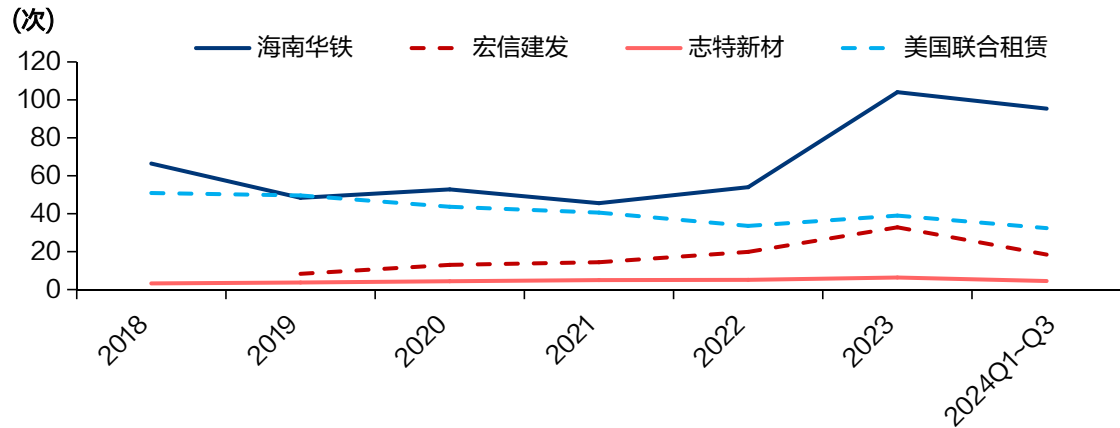
图表：各公司净利率对比



图表：各公司应收账款周转率对比



图表：各公司存货周转率对比

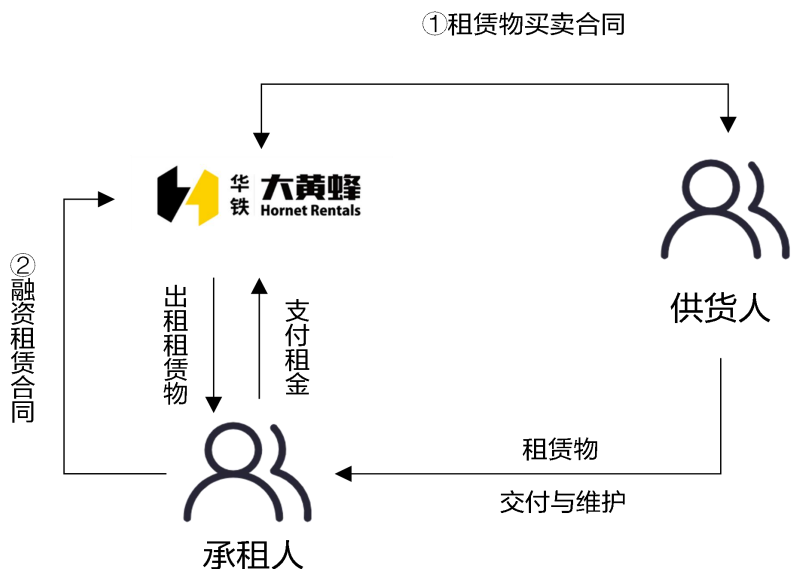


- ◆ 1、公司简介：国内工程设备租赁服务的领先厂商
 - ◆ 1.1、发展历史：历经业务转型，落子高空车租赁
 - ◆ 1.2、业务矩阵：聚焦高空车租赁，辅以建筑支护及地下维修工程业务
 - ◆ 1.3、财务分析：高杠杆转向高周转，轻资产转型优化现金流
 - ◆ 1.4、同业财务对比：盈利能力与存货周转能力居于行业前列
- ◆ 2、行业分析：集中度提升仍有空间，产业需求持续增高
 - ◆ 2.1、传统/轻资产单车盈利模型解构
 - ◆ 2.2、淡化地产周期影响，渗透率提升仍有空间
 - ◆ 2.3、供给：格局优化有迹可循，集中度提升大势所趋
- ◆ 3、前瞻布局算力租赁，卡位杭州本地算力需求
 - ◆ 3.1、需求端：大模型多点开花，算力需求持续高增
 - ◆ 3.2、供给端：高端AI芯片仍依赖海外，国内高端算力稀缺
 - ◆ 3.3、前瞻布局算力租赁，多维竞争优势助力开拓
 - ◆ 3.4、高盈利+优现金流，业绩兑现可期
- ◆ 4、海南国资入主多重赋能，多品类布局+轻资产转型再拓成长
 - ◆ 4.1、大力拓展多品类租赁、低空业务
 - ◆ 4.2、海南国资入驻，享多维发展红利
 - ◆ 4.3、轻资产转型加速扩规模，数字化建设赋能渠道运营
- ◆ 5、股价复盘与盈利预测
 - ◆ 4.1、股价复盘
 - ◆ 4.2、盈利预测
- ◆ 6、风险提示

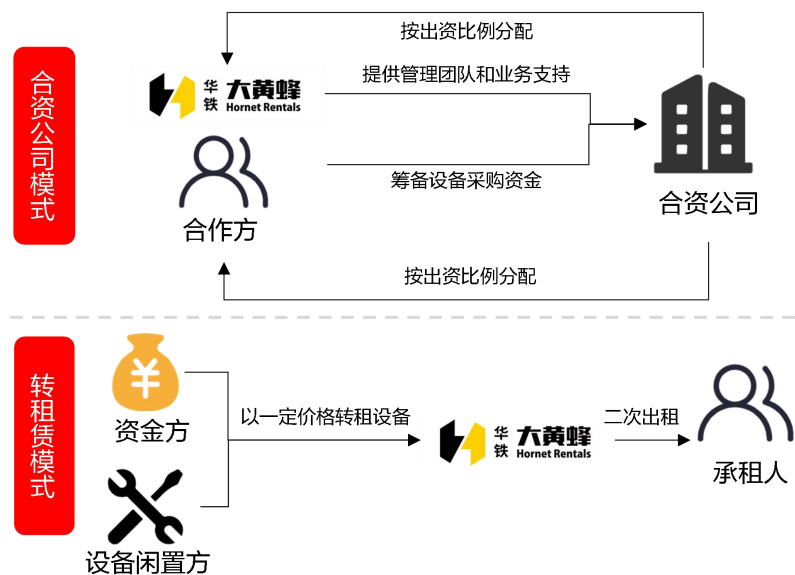
2.1、传统/轻资产单车盈利模型解构

- ◆ **传统模式：**传统融资租赁利润率水平相对较高，但现金流压力较大。公司作为设备出租人，向融资租赁公司支付租金并获得出租租赁物，由公司直接运营，公司需负担设备利息支出、折旧成本、经营成本等，利润率水平相对较高，但现金流压力较大。同时，资产与负债均计入公司体内，导致负债率相对较高。
- ◆ **轻资产模式：**轻资产模式无需并表，利润率水平稍低但可减轻资金压力。轻资产模式可分为合资公司与转租模式，其中合资公司模式即通过与合作方成立合资公司，出资比例低于合作方并由合作方进行并表，后续由合作方筹备设备、资金等，公司负责管理经营，在报表中反映为投资收益；租赁模式即通过与设备闲置方合作，公司以一定价格租入并进行二次出租，对应营收为租金收入、成本为转租成本。

图表：传统模式示意图



图表：轻资产模式示意图



2.1、传统/轻资产单车盈利模型解构

图表：单车盈利模型（融资租赁模式）

单位：元	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年	第10年
利润测算										
单车收入	28,596	28,310	28,027	27,747	27,469	27,195	26,923	26,653	26,387	26,123
租赁单价（月度，税后）	2,804	2,776	2,748	2,720	2,693	2,666	2,639	2,613	2,587	2,561
YoY		-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
出租率	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
单车成本	16,413	16,413	16,413	16,413	16,413	16,413	16,413	16,413	16,413	16,413
折旧摊销	10,677	10,677	10,677	10,677	10,677	10,677	10,677	10,677	10,677	10,677
%收入	37.3%	37.7%	38.1%	38.5%	38.9%	39.3%	39.7%	40.1%	40.5%	40.9%
运输费用	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817
%收入	6.4%	6.4%	6.5%	6.5%	6.6%	6.7%	6.7%	6.8%	6.9%	7.0%
车辆使用费	1,446	1,446	1,446	1,446	1,446	1,446	1,446	1,446	1,446	1,446
%收入	5.1%	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.5%	5.5%
零配件	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009
%收入	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%
人工成本	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464
%收入	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.5%	5.5%	5.6%
毛利	12,183	11,897	11,614	11,334	11,056	10,782	10,510	10,241	9,974	9,710
毛利率	43%	42%	41%	41%	40%	40%	39%	38%	38%	37%
税金及附加	317	314	310	307	304	301	298	295	292	289
城市维护建设税	158	157	155	154	152	151	149	148	146	145
%收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
教育费附加	95	94	93	92	91	90	89	89	88	87
%收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
地方教育费附加	63	63	62	61	61	60	60	59	58	58
%收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	2,202	2,152	2,102	2,053	2,005	1,958	1,912	1,866	1,821	1,776
%收入	7.7%	7.6%	7.5%	7.4%	7.3%	7.2%	7.1%	7.0%	6.9%	6.8%
管理费用（含研发费用率2%）	1,516	1,472	1,429	1,387	1,346	1,305	1,265	1,226	1,187	1,149
%收入	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%
财务费用	3,456	3,259	2,396	1,489	535	-	-	-	-	-
%收入	12.1%	11.5%	8.5%	5.4%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
税前利润	4,693	4,701	5,376	6,097	6,866	7,217	7,035	6,854	6,674	6,495
所得税	610	611	699	793	893	938	915	891	868	844
税率	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
净利润	4,083	4,090	4,677	5,305	5,974	6,279	6,120	5,963	5,806	5,651
净利率	14.28%	14.45%	16.69%	19.12%	21.75%	23.09%	22.73%	22.37%	22.00%	21.63%
现金流测算										
购车首付支出	-38,100									
首付比例	30%									
剩余还款年限	5									
还款+利息费用支出	-20,534	-20,534	-20,534	-20,534	-20,534					
利息费用率	5%	5%	5%	5%	5%					
付现成本支出	-5,736	-5,736	-5,736	-5,736	-5,736	-5,736	-5,736	-5,736	-5,736	-5,736
期间费用支出	-3,717	-3,624	-3,531	-3,441	-3,351	-3,263	-3,177	-3,092	-3,008	-2,926
税费支出	-610	-611	-699	-793	-893	-938	-915	-891	-868	-844
租金流入	28,596	28,310	28,027	27,747	27,469	27,195	26,923	26,653	26,387	26,123
单车报废清理										6,350
残值率	5%									
经营性净现金流	-40,101	-2,194	-2,473	-2,756	-3,044	17,257	17,096	16,935	16,776	16,617

◆ 2.1.1、融资租赁模式现金流压力大，盈利能力强

◆ 单车盈利受租金&出租率影响较大，折旧摊销成本占比较高且为刚性成本。融资租赁模式下，第一年现金流支出压力大，后续明显好转；以2024年低租金基数测算，预计毛利率维持在40%左右，净利率受利息费用减少影响呈现提升趋势。

□ 利润表测算假设：

- 1) 租赁单价：根据公司《向不特定对象发行证券募集说明书（申报稿）》，2022M1-M6高空作业平台租赁单价为3960元/月（税后单价，税率13%）。我们假设2024年整体单价较2022年上半年下滑20%，即税前2804元/月进行测算，并假设次年租金下滑1%。
- 2) 单车成本：根据公司公告，主要成本项为折旧摊销、运输费用、车辆使用费、零配件及人工成本，我们假设单车成本支出与公司募集说明书中的单车经营成本保持一致。
- 3) 费用率与所得税率：销售与管理费用率与公司《向不特定对象发行证券募集说明书（申报稿）》中假设保持一致，财务费用根据每年还款中的利息部分/营业收入进行测算；所得税率根据公司2021-2023年所得税进行假设。

□ 现金流量表测算假设：

- 1) 购车模式：首付比例30%，还款年限为5年，贷款年化利率5%，归还方式为等额本息。
- 2) 付现成本支出为单车成本中剔除折旧摊销部分的支出。
- 3) 期间费用支出为销售费用与管理费用之和。
- 4) 高空车生命周期假设为10年。

2.1、轻资产模式下资金压力小，盈利能力稍弱

◆ 2.1.2、轻资产模式下资金压力小，盈利能力稍弱

□ 转租赁模式下，由于无需承担购车成本，因此全生命周期的现金流均保持稳健偏低水平；利润方面，由于需和合作方分润，因此毛利率与净利率均低于融资租赁模式。

□ 利润表测算假设：

- 1) 租赁单价：与前文融资租赁测算中假设保持一致。
- 2) 毛利率：转租赁成本需增加支付给设备方利润分成，假设转租方利润留存比例为15%。其余成本假设与前文融资租赁测算中保持一致。
- 3) 费用率与所得税率：销售费用与管理费用率假设与前文融资租赁测算中假设保持一致。

□ 现金流量表测算假设：

- 1) 付现成本支出为单车成本，其中，折旧成本一般需要折现支付给设备购置方。
- 2) 期间费用支出为销售费用与管理费用之和。费用率假设与融资租赁测算中保持一致。

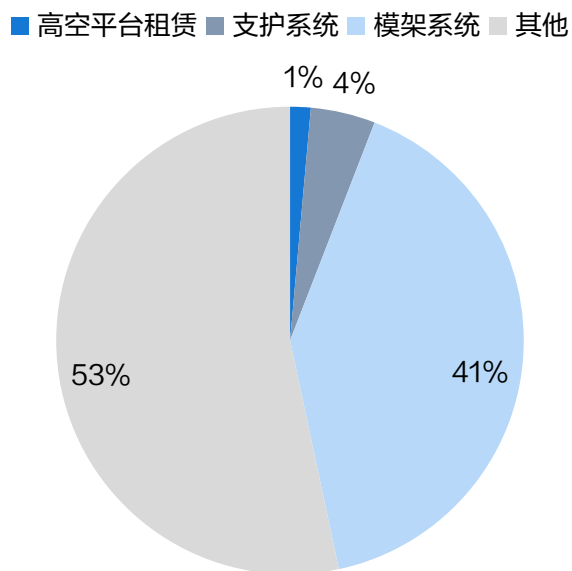
图表：单车盈利模型（转租赁模式）

单位：元	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年	第10年
利润测算										
单车收入	28,596	28,310	28,027	27,747	27,469	27,195	26,923	26,653	26,387	26,123
租赁单价（月度，税后）	2,804	2,776	2,748	2,720	2,693	2,666	2,639	2,613	2,587	2,561
YoY		-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
出租率	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
单车成本	20,702	20,659	20,617	20,575	20,533	20,492	20,451	20,411	20,371	20,331
折旧摊销	10,677	10,677	10,677	10,677	10,677	10,677	10,677	10,677	10,677	10,677
%收入	37.3%	37.7%	38.1%	38.5%	38.9%	39.3%	39.7%	40.1%	40.5%	40.9%
运输费用	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817
%收入	6.4%	6.4%	6.5%	6.5%	6.6%	6.7%	6.7%	6.8%	6.9%	7.0%
车辆使用费	1,446	1,446	1,446	1,446	1,446	1,446	1,446	1,446	1,446	1,446
%收入	5.1%	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.5%	5.5%
零配件	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009
%收入	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%
人工成本	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464
%收入	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.5%	5.5%	5.6%
转租方利润留存	4,289	4,247	4,204	4,162	4,120	4,079	4,038	3,998	3,958	3,918
%收入	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利	7,894	7,651	7,410	7,172	6,936	6,702	6,471	6,243	6,016	5,792
毛利率	28%	27%	26%	26%	25%	25%	24%	23%	23%	22%
税金及附加	317	314	310	307	304	301	298	295	292	289
城市维护建设税	158	157	155	154	152	151	149	148	146	145
%收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
教育费附加	95	94	93	92	91	90	89	89	88	87
%收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
地方教育费附加	63	63	62	61	61	60	60	59	58	58
%收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	2,202	2,152	2,102	2,053	2,005	1,958	1,912	1,866	1,821	1,776
%收入	7.7%	7.6%	7.5%	7.4%	7.3%	7.2%	7.1%	7.0%	6.9%	6.8%
管理费用（含研发费用率2%）	1,516	1,472	1,429	1,387	1,346	1,305	1,265	1,226	1,187	1,149
%收入	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%
财务费用	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
%收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
税前利润	3,860	3,713	3,568	3,424	3,281	3,138	2,996	2,856	2,716	2,577
所得税	502	483	464	445	426	408	390	371	353	335
税率	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
净利润	3,358	3,231	3,104	2,979	2,854	2,730	2,607	2,484	2,363	2,242
净利率	11.74%	11.41%	11.08%	10.74%	10.39%	10.04%	9.68%	9.32%	8.95%	8.58%
现金流测算										
付现成本支出	-20,702	-20,659	-20,617	-20,575	-20,533	-20,492	-20,451	-20,411	-20,371	-20,331
期间费用支出	-3,717	-3,714	-3,568	-3,424	-3,281	-3,138	-2,996	-2,856	-2,716	-2,577
税费支出	-502	-483	-464	-445	-426	-408	-390	-371	-353	-335
租金流入	28,596	28,310	28,027	27,747	27,469	27,195	26,923	26,653	26,387	26,123
经营性净现金流	3,675	3,454	3,378	3,303	3,229	3,156	3,085	3,016	2,947	2,880

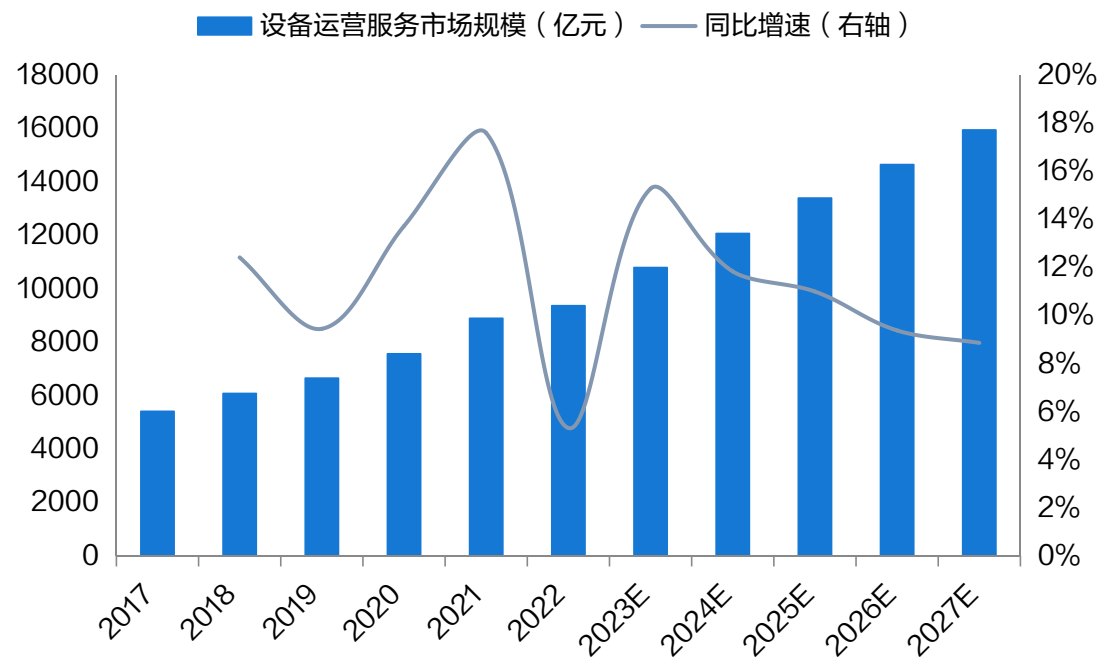
2.2、淡化地产周期影响，渗透率提升仍有空间

◆从建筑租赁大类来看，三大子行业快速增长，全国合计市场空间或已达万亿元级。在建筑租赁领域，三大子行业呈现快速增长态势，整体市场规模或已达到万亿元级。根据宏信建发招股说明书，2022年中国设备运营服务市场规模为9354亿元，预计2025年将增至13382亿元，同比增长11.0%。分行业来看，预计2023年高空作业平台租赁市场规模为169亿元，占比2%；支护系统为488亿元，占比5%；模架系统达到4796亿元，占比44%，各细分市场有显著增长潜力和广阔发展空间。

图表：2022年中国设备运营服务市场细分行业占比



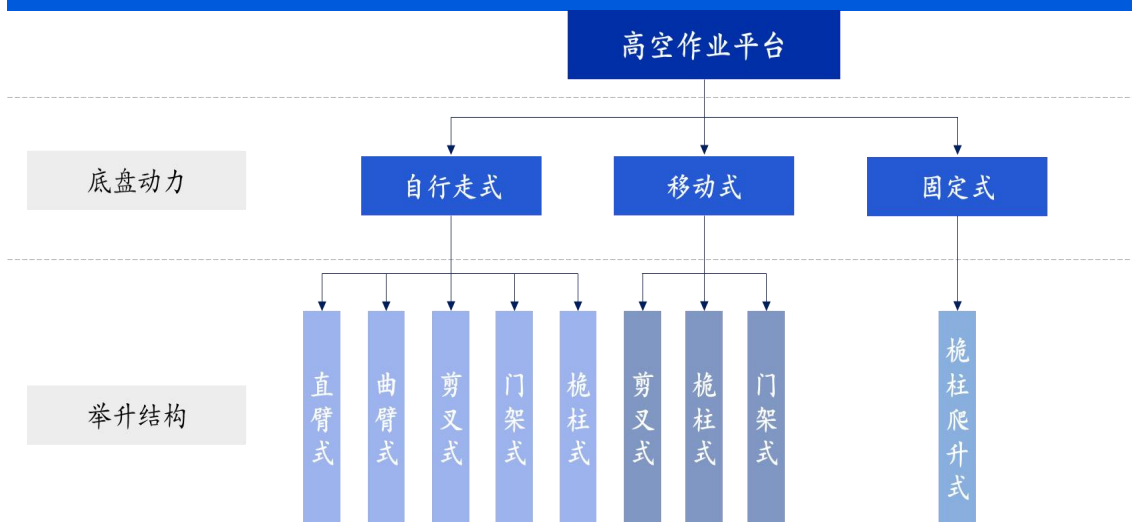
图表：中国设备运营服务市场规模



2.2、淡化地产周期影响，渗透率提升仍有空间

◆ 高空作业平台下游应用领域广阔，受地产周期影响较小。高空作业平台能将作业人员、工具、材料等通过平台安全举升到高处位置进行施工、安装、维修等工作，满足了建筑、设备安装等高空作业需求。高空作业平台与传统模架相比具备显著经济性、高效性、安全性，根据底盘动力主要可分为自行走式、移动式、固定式，可以实现较高的作业高度，可替代吊篮、脚手架等传统作业方式。从适用领域来看，可满足建筑施工、大型设备检修、室内及室外作业。

图表：高空作业机械分类



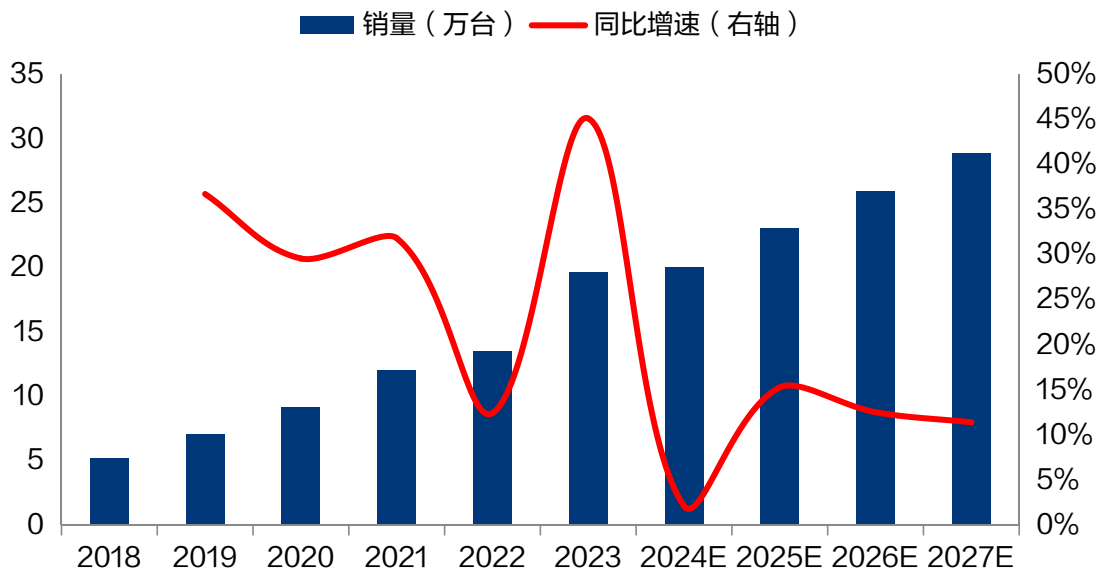
图表：各类型高空作业平台特点及使用领域

类型	特点	适用领域
直臂式、曲臂式	能够实现较高的作业高度并具备良好的障碍物跨越能力	建筑施工、大型设备制造检修等工业应用
剪叉式	优异的稳定性和载重能力	根据型号尺寸不同，可以用于室内也可以用于室外作业
铝合金桅柱式	自重轻、体积小	室内装饰及维修作业
门架式	结构简单、稳固，体积小且具有一定的载重能力	广泛用于仓储物流领域
桅柱爬升式	在最大可达高度上非常突出，并且可以和施工对象锚定	房屋建造领域

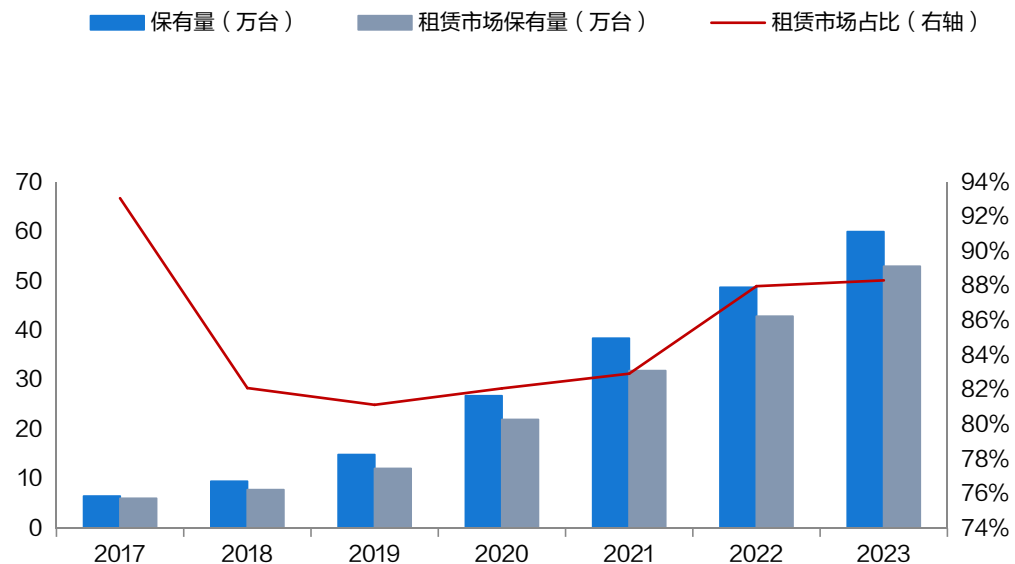
2.2、淡化地产周期影响，渗透率提升仍有空间

◆ 国内市场高机保有量持续增长，租赁市场占比超70%。根据华经产业研究院、高空车大联盟及工程机械品牌网公众号数据，2017至2023年间，中国高空作业平台市场快速增长，设备保有量从6.5万台增加至60万台，历史CAGR为44.8%。租赁市场的设备保有量也从2017年的6.05万台增至2023年的53万台，2023年租赁市场占比约88.33%。从渗透率角度看，根据公司公告，2023年美国市场保有量为85.79万台，人均保有量为25.61台/万人；2023年我国高空作业平台人均保有量为3.72台/万人，仍有较大提升空间。

图表：中国各高空作业平台销量及同比增速



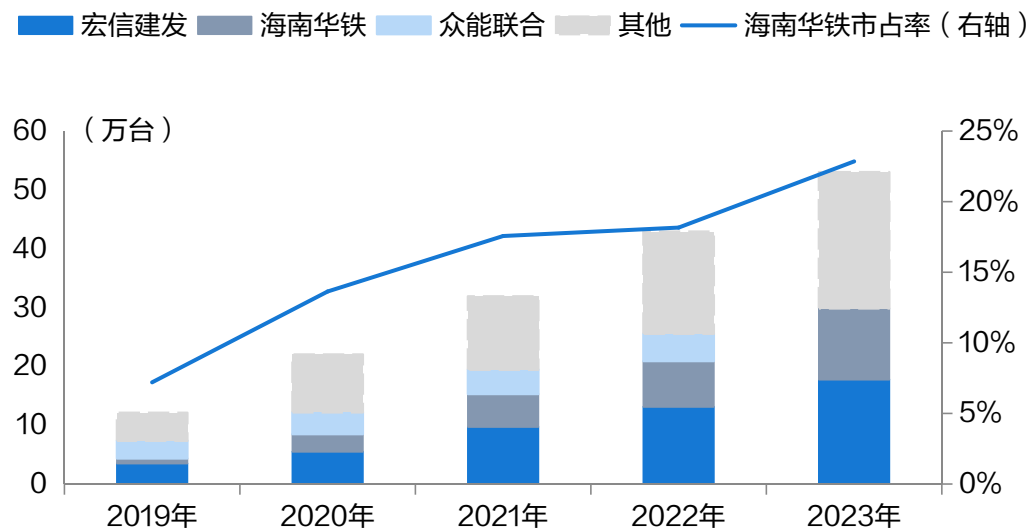
图表：中国高空作业平台保有量情况



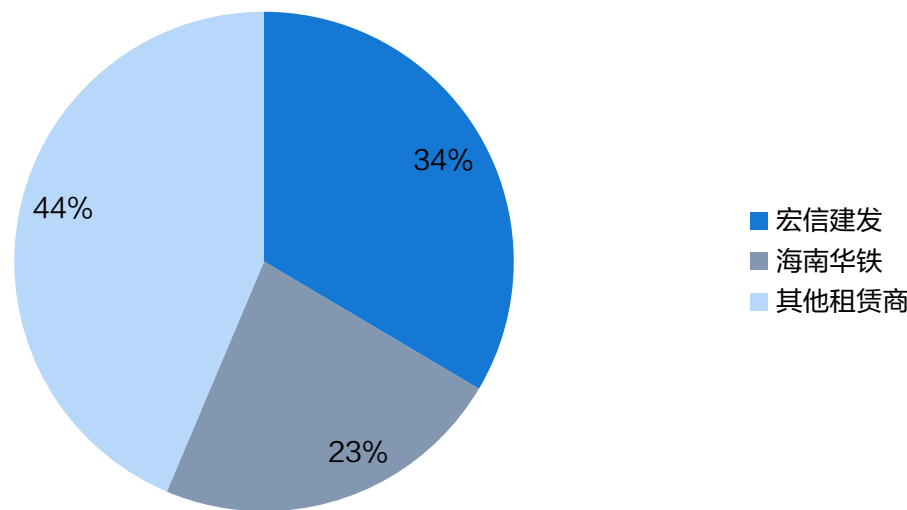
2.3、供给：格局优化有迹可循，集中度提升大势所趋

- ◆ **高资金壁垒下，高空作业平台租赁行业CR2持续提高。**企业需要大规模投入资金以维持竞争力，主要用于以下两方面：（1）持续购置新设备，以满足市场对设备类型多样化及保有量的要求；（2）构建和完善覆盖广泛的营销网络，通过跨区域、多网点的经营模式提升服务效率，快速响应客户需求。这一模式对资本的依赖性导致行业集中度向大型企业倾斜。根据2023年高空作业平台国内租赁市场保有量估算，宏信建发和海南华铁分别占据33.51%和22.85%的市场份额，合计约56.4%，同比+7.6pct。其中，2019年至2023年，海南华铁在高空作业平台租赁市场的保有量占比显著提升，由7.2%增至22.85%，累计增长约15.6pct。

图表：头部企业市占率持续提升



图表：2023年高空作业平台市场格局



2.3、供给：格局优化有迹可循，集中度提升大势所趋

◆ 行业周期底部，中小企业现金流或已出现亏损。由于折旧年限一般为10年，而贷款还款年限为5年，故前期报表成本小于每年实际付现成本，故盈亏平衡点高于现金流平衡点。根据工程机械工业协会数据，截至2024M9，行业出租率约62.7%，2024年12月升降工作平台租金价格指数同比下降20.6%，我们预计行业内公司现金流已低于现金流平衡点，或限制中小企业的保有量扩张。实际上，从行业保有量数据亦能验证这个结论，2022-2023年CR2进一步集中，行业集中度提升大势所趋。

图表：高空车租赁盈亏平衡点测算

净利润 (元)	租赁单价（基准为2022年上半年数据）									
	YoY	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
租金 (元/月)	2772	3168	3564	3762	3960	4158	4356	4752	5148	
出租率	65%	-2738	-752	1234	2226	3219	4212	5205	7191	9176
	67%	-2310	-263	1783	2807	3830	4854	5877	7924	9971
	75%	-599	1692	3983	5129	6274	7420	8565	10856	13148
	77%	-172	2181	4533	5709	6885	8061	9237	11590	13942
	79%	256	2669	5083	6289	7496	8703	9909	12323	14736
	81%	684	3158	5633	6870	8107	9344	10582	13056	15530
	83%	1111	3647	6182	7450	8718	9986	11254	13789	16325
	85%	1539	4136	6732	8031	9329	10627	11926	14522	17119
	87%	1967	4625	7282	8611	9940	11269	12598	15256	17913
	89%	2394	5113	7832	9192	10551	11910	13270	15989	18708
	91%	2822	5602	8382	9772	11162	12552	13942	16722	19502
	93%	3250	6091	8932	10352	11773	13193	14614	17455	20296
	95%	3677	6580	9482	10933	12384	13835	15286	18188	21090
	97%	4105	7068	10032	11513	12995	14477	15958	18921	21885
99%	4533	7557	10582	12094	13606	15118	16630	19655	22679	

图表：高空车租赁现金流平衡点测算

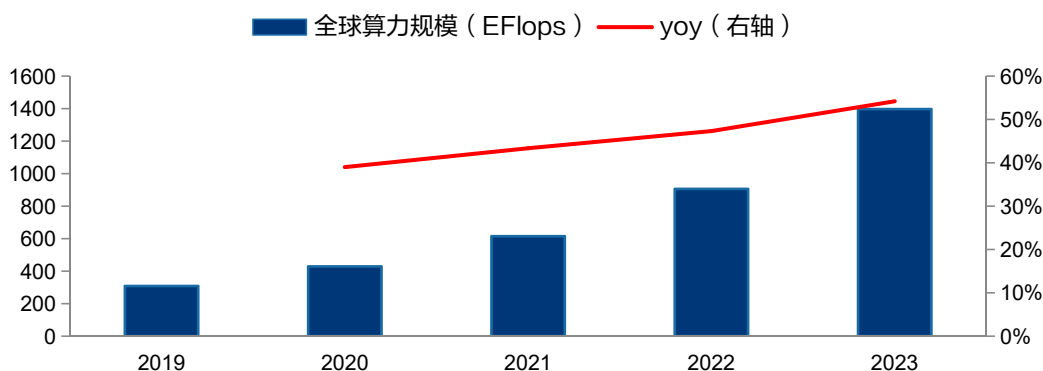
经营性净 现金流 (元)	租赁单价（基准为2022年上半年数据）									
	YoY	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
租金 (元/月)	3168	3366	3564	3762	3960	4158	4356	4554	4752	
出租率	65%	-6190	-5034	-3879	-2723	-1568	-413	743	1898	3054
	67%	-5621	-4430	-3239	-2048	-857	334	1525	2716	3907
	75%	-3346	-2012	-679	654	1987	3320	4653	5987	7320
	77%	-2777	-1408	-39	1329	2698	4067	5435	6804	8173
	79%	-2208	-804	601	2005	3409	4813	6218	7622	9026
	81%	-1639	-199	1241	2680	4120	5560	7000	8440	9879
	83%	-1070	405	1880	3356	4831	6306	7782	9257	10733
	85%	-501	1009	2520	4031	5542	7053	8564	10075	11586
	87%	67	1614	3160	4707	6253	7800	9346	10893	12439
	89%	636	2218	3800	5382	6964	8546	10128	11710	13292
	91%	1205	2823	4440	6058	7675	9293	10910	12528	14145
	93%	1774	3427	5080	6733	8386	10039	11692	13346	14999
	95%	2343	4031	5720	7409	9097	10786	12475	14163	15852
	97%	2911	4636	6360	8084	9808	11532	13257	14981	16705
99%	3480	5240	7000	8759	10519	12279	14039	15799	17558	

- ◆ 1、公司简介：国内工程设备租赁服务的领先厂商
 - ◆ 1.1、发展历史：历经业务转型，落子高空车租赁
 - ◆ 1.2、业务矩阵：聚焦高空车租赁，辅以建筑支护及地下维修工程业务
 - ◆ 1.3、财务分析：高杠杆转向高周转，轻资产转型优化现金流
 - ◆ 1.4、同业财务对比：盈利能力与存货周转能力居于行业前列
- ◆ 2、行业分析：集中度提升仍有空间，产业需求持续增高
 - ◆ 2.1、传统/轻资产单车盈利模型解构
 - ◆ 2.2、淡化地产周期影响，渗透率提升仍有空间
 - ◆ 2.3、供给：格局优化有迹可循，集中度提升大势所趋
- ◆ **3、前瞻布局算力租赁，卡位杭州本地算力需求**
 - ◆ 3.1、需求端：大模型多点开花，算力需求持续高增
 - ◆ 3.2、供给端：高端AI芯片仍依赖海外，国内高端算力稀缺
 - ◆ 3.3、前瞻布局算力租赁，多维竞争优势助力开拓
 - ◆ 3.4、高盈利+优现金流，业绩兑现可期
- ◆ 4、海南国资入主多重赋能，多品类布局+轻资产转型再拓成长
 - ◆ 4.1、大力拓展多品类租赁、低空业务
 - ◆ 4.2、海南国资入驻，享多维发展红利
 - ◆ 4.3、轻资产转型加速扩规模，数字化建设赋能渠道运营
- ◆ 5、股价复盘与盈利预测
 - ◆ 4.1、股价复盘
 - ◆ 4.2、盈利预测
- ◆ 6、风险提示

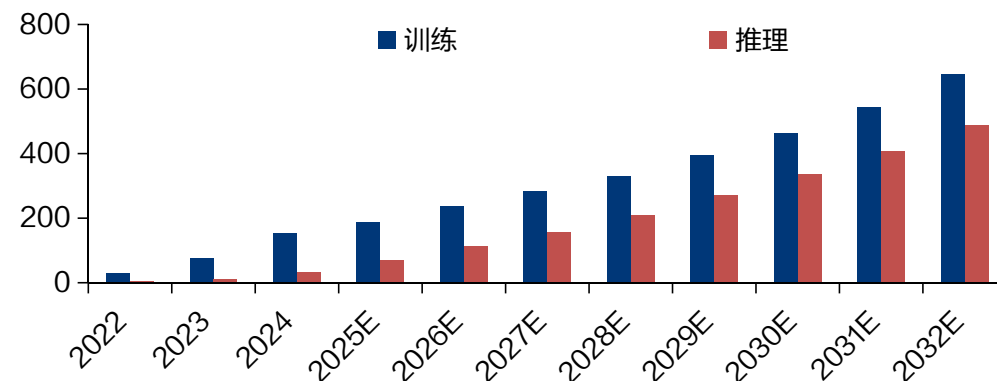
3.1、需求端：大模型多点开花，算力需求持续高增

◆需求侧：大模型兴起推动全球算力需求快速增长。算力指用于处理训练和推理任务的计算能力，随着大模型发展，据中国信通院数据，2023年，全球算力规模已达1397EFlops，同比增长54.2%。根据彭博智库预测，全球训练/推理算力市场规模有望从2023年的760亿/100亿美元增长至2032年的6460亿/4870亿美元，对应CAGR分别达26.8%/54.0%。从资本开支角度看，全球互联网巨头投入亦持续增长，以Meta为例，预计2025年资本开支600-650亿美元，同比增长50%。

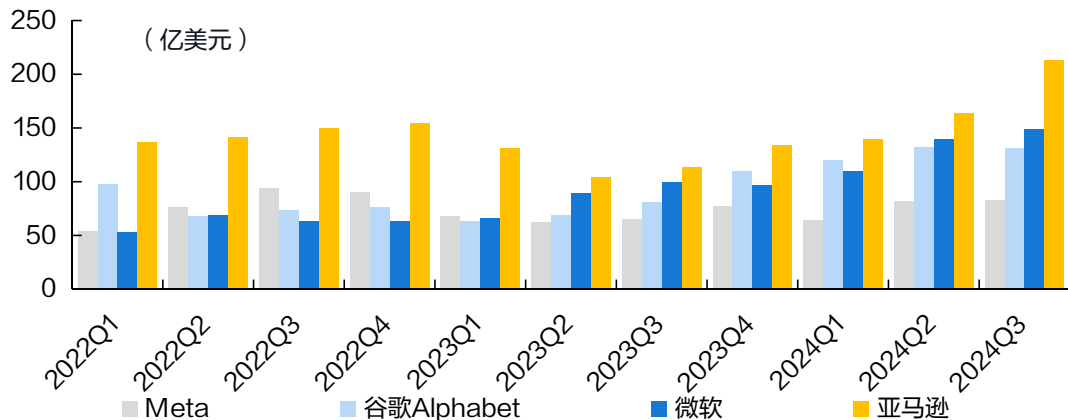
图表：全球算力规模及同比增速



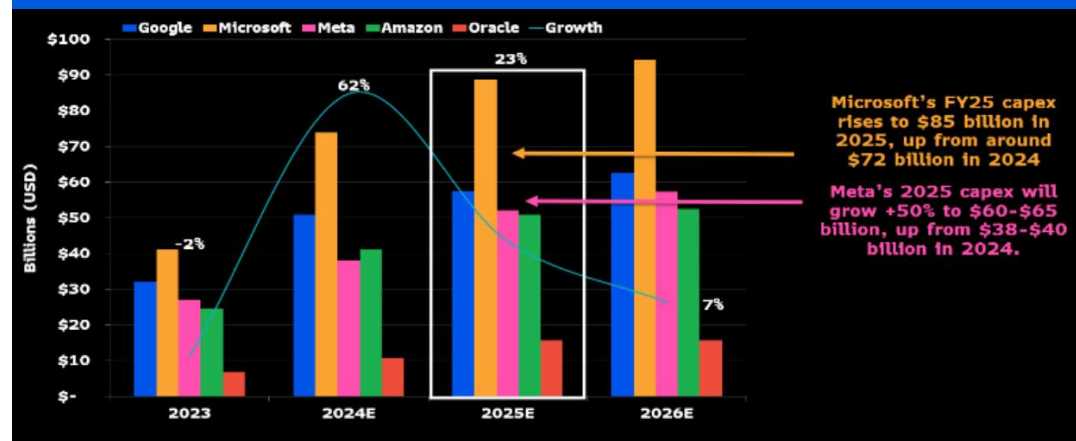
图表：全球训练/推理算力市场规模（十亿美元）



图表：2022-2024Q3互联网巨头资本开支（现金支出）



图表：全球互联网巨头资本开支



3.1、需求端：大模型多点开花，算力需求持续高增

- ◆ 国家政策密集出台，以算力为核心驱动数字化转型。工信部、发改委等多部门协同，聚焦三大方向：算力基建全域布局（推动推动东西部算力协同、边缘计算与云端协同等）、智能化纵深发展（强化AI大模型、工业互联网与数据资源融合，赋能智慧港口、智能制造）、绿色与普惠并重（探索算力与绿电协同、降低中小企业用云成本等）。

图表：我国算力行业相关政策

发布时间	发布部门	政策名称	主要内容
2023年1月	工业和信息化部等六部门	关于推动能源电子产业发展的指导意见	推动能源电子产业数字化、智能化发展，突破全环境仿真平台、先进算力算法、工业基础软件、人工智能等技术。推动信息技术相关装备及仪器创新发展。
2023年2月	中共中央、国务院	数字中国建设整体布局规划	系统优化算力基础设施布局，促进东西部算力高效互补和协同联动，引导通用数据中心、超算中心、智能计算中心、边缘数据中心等合理梯次布局。
2023年11月	交通运输部	关于加快智慧港口和智慧航道建设的意见	推动“数据大脑”建设，打造数据、服务、算法为一体的“数据大脑”，加强云服务、AI大模型应用，强化多层次智能算力支持。
2024年1月	工业和信息化部等七部门	关于推动未来产业创新发展的实施意见	强化新型基础设施，深入推进5G、算力基础设施、工业互联网、物联网、车联网、千兆光网等建设，前瞻布局6G、卫星互联网等关键技术研究。
2024年3月	国家发展改革委	促进国家级新区高质量发展建设行动计划	依托设在新区的中小企业数字化转型试点和新区承担的建设国家算力枢纽节点等重要任务，实施智能制造重大项目，布局一批工业互联网平台。
2024年3月	工业和信息化部等七部门	推动工业领域设备更新实施方案	构建工业基础算力资源和应用能力融合体系，加快部署工业边缘数据中心，推动“云边端”算力协同发展，加大高性能智算供给，在算力枢纽节点建设智算中心。
2024年5月	中央网信办、市场监管总局、工业和信息化部	信息化标准建设行动计划（2024—2027年）	推进算力基础设施标准研制。建设“算、存、运”一体化算力基础设施标准体系，面向融合共生的技术发展趋势，推进云计算、边缘计算、高性能计算等异构算力中心的共性标准研究。
2024年07月	工业和信息化部	关于创新信息通信行业管理 优化营商环境的意见	开展算力互联互通技术研究和试点应用，推动公共算力资源标准化互联，加强算力统筹监测，打造智算生态圈，提升算力服务能力，助力传统产业智能化升级。
2024年9月	中共中央办公厅、国务院办公厅	关于加快公共数据资源开发利用的意见	繁荣数据产业发展生态。聚焦算力网络和可信流通，支持数据基础设施企业发展。
2024年12月	工业和信息化部、财政部、中国人民银行、金融监管总局	中小企业数字化赋能专项行动方案（2025—2027年）	在先进制造业集群、中小企业特色产业集群、国家高新技术产业开发区等重点集群、园区，加快新型基础设施规模化建设应用，为中小企业上云用云提供基础支撑。
2024年12月	国家数据局、中央网信办、工业和信息化部、公安部、国务院国资委	关于促进企业数据资源开发利用的意见	提出大力推广云计算、边缘计算、大数据分析等平台服务，支持企业开发和使用智能化工具。加大对中小企业数据治理和应用的支持力度，鼓励有条件的地方探索发放数据券、算法券和算力券，降低中小企业治数用数成本。
2025年1月	国家发展改革委、国家数据局、工业和信息化部	国家数据基础设施建设指引	推进算力资源科学布局，促进各类新增算力向国家枢纽节点集聚；推进东中西部算力协同，降低东西部数据传输成本；推进算力与数据、算法融合创新，壮大数算产业生态体系；推进算力与绿色电力融合，探索绿电直供新模式；推进算力发展与安全保障协同，推动建设国家算力网基础安全保障平台。

3.1、需求端：大模型多点开花，算力需求持续高增

◆ 杭州本地大模型Deepseek横空出世，推动算力平权。DeepSeek是由中国公司深度求索（DeepSeek Inc.）研发的开源大语言模型系列，具备文本生成、数学推理和编程辅助等能力。深度求索由梁文峰创立，他17岁考入浙江大学，30岁创办量化私募幻方量化。2023年，梁文峰在杭州创立DeepSeek。据澎湃新闻报道，Deepseek上线20天日活用户（DAU）即突破2000万，阿里、腾讯、华为等云厂商均已接入其服务，形成了强大的生态“朋友圈”。

图表：DeepSeek团队背景介绍

<p>创始人</p>	 <p>梁文峰 创始人 CEO</p> <ul style="list-style-type: none">● 浙江大学本科、硕士，人工智能专业● 创立幻方量化，2016年首次上线运行AI策略，到2017年底时，投资策略全面AI化，2019年资金规模破百亿，2021年破千亿，后稳居国内量化私募“四巨头” 	<p>组织架构特点</p>
<p>幻方量化人才画像</p>	 <p>幻方量化 投资团队</p> <ul style="list-style-type: none">● 奥林匹克数学、物理、信息学金银牌得主● ACM金牌得主● AI领域大牛和领军人物● 拓扑学、统计学、运筹学、控制论等学科博士	<p>不拘履历</p> <p>权限自由</p> <p>松散管理</p>
<p>深度求索人才画像</p>	 <p>深度求索 模型团队</p> <ul style="list-style-type: none">● 本土 Top 高校应届毕业生● 博士实习生	<p>据创始人梁文峰表示，不同于很多模型公司高薪招聘海外及巨头公司大模型人才，“V2 模型的研发团队没有海归，都是本土青年人才，目前 AI 前 50 名顶尖人才也许不在中国，但 DeepSeek 或许可以靠自己打造这样的人才”。</p> <p>据创始人梁文峰表示，“在公司内部，每位员工都可以调动算力和人力，无需审批，同时因为不存在层级和跨部门，员工也可以灵活调用所有人，只要对方也有兴趣。”</p> <p>据创始人梁文峰表示，“DeepSeek 全是自下而上。一般不前置分工，而是自然分工。相信每个员工自带想法，无需push。探索过程中遇到问题，自己会拉人讨论。当一个idea显示出潜力时，也会自上而下地调配资源。”</p>

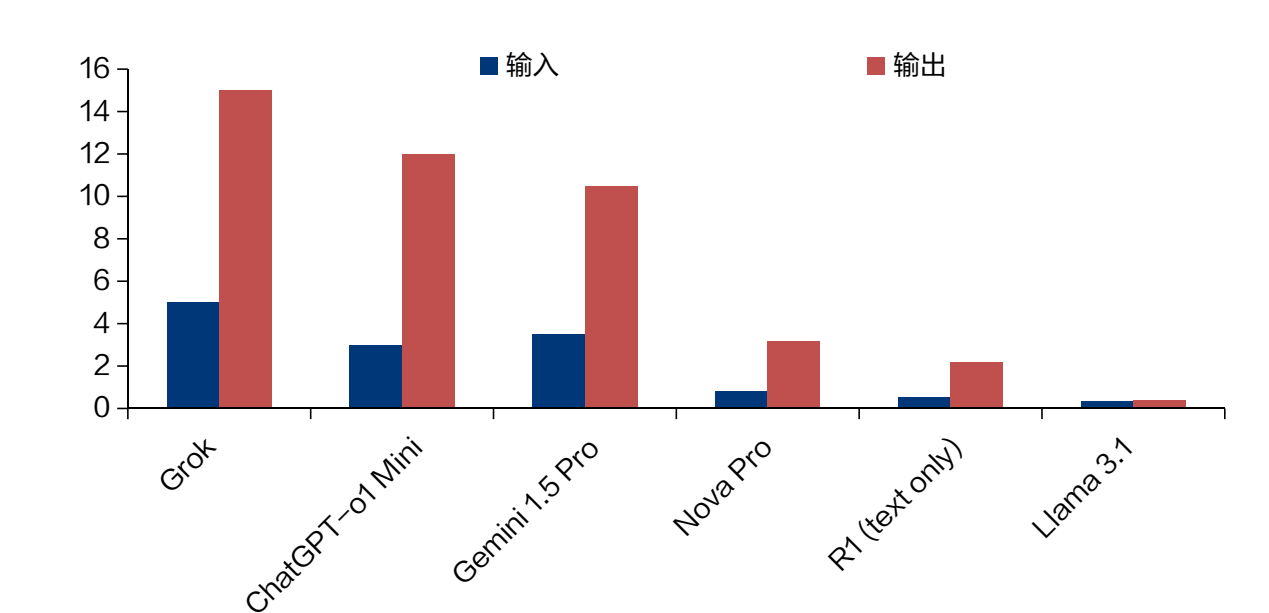
3.1、需求端：大模型多点开花，算力需求持续高增

◆ **训练+推理成本远低于Chatgpt，大幅降低使用门槛。**1) **低成本**：据知识分子公众号数据，DeepSeek-V3版本训练成本仅557.6万美元，远低于GPT-4o的1亿美元级成本。根据docsbot数据，Deepseek输入与输出的API定价为GPT-4o的22.0%/21.9%，推理成本大幅降低。2) **强性能**：采用MLA（多头潜在注意力）+ MoE（混合专家模型）架构，在数学（AIME得分52.5）、编程（Codeforces得分1450）等任务中表现优异，大幅超越GPT-4o等模型；3) **开源**：Deepseek采用开源策略，模型权重（如R1）遵循MIT协议，允许免费商用。据澎湃新闻报道，截至2月7日，DeepSeek旗下热度最高的项目DeepSeek-V3大模型Star量达到7.82万，超越同平台中OpenAI最热门项目（6.93万）。

图表：DeepSeek-V3与其他模型训练成本对比

发布时间	企业名称	模型名称	训练成本 (按照GPU租赁逻辑计算)
2023年3月	OpenAI	GPT-4	约6300万美元
2024年3月	/	GPT-4相当规模	约4800万美元
2024年6月	Anthropic	Claude 3.5 Sonnet	3000~5000万美元
2024年7月	Meta	Llama 3.1 405B	约5800万美元 (仅预训练)
2024年12月	深度求索	DeepSeek-V3	557.6万美元

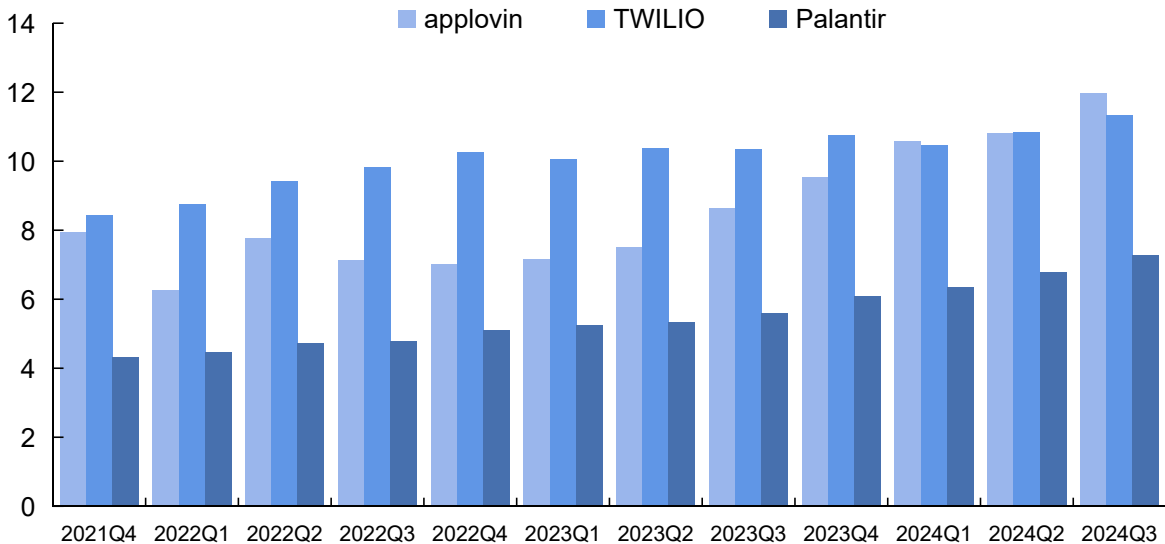
图表：推理成本——不同AI模型每输入/输出100万tokens价格对比（美元）



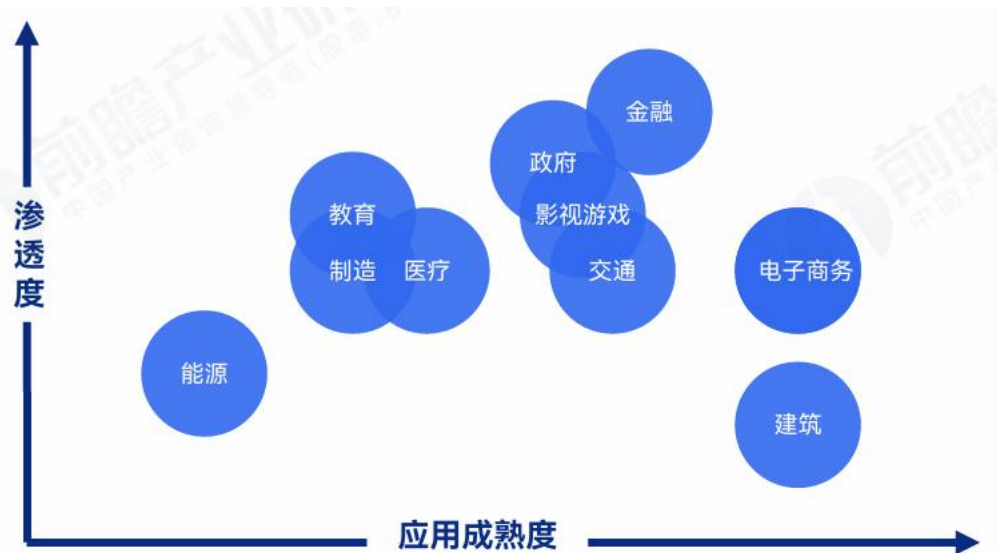
3.1、需求端：大模型多点开花，算力需求持续高增

◆ 中长期维度下，算力总需求有望受益长尾效应+应用端需求增长+训练需求二阶效应从而延续增长。我们认为 Deepseek发布对算力总需求仍是正向作用，原因有：1) 中小企业长尾市场激活，根据第一新声研究院数据，截至2024年11月，我国通用/垂直大模型占比为28%/72%，行业垂类大模型需求占据主导，过去由于受限于高训练成本+模型闭源，中小企业难以实现行业垂类专业模型训练，随着Deepseek出现，未来中小企业部署私有垂类专业模型的成本有望大幅降低从而释放训练需求；2) 更低的训练成本有助于释放下游端侧应用需求，如AI眼镜、AI PC、AI手机而更多基于大语言模型应用的需求亦会拉动推理算力需求。目前，AI应用逐步在营销、电商、教育等多场景落地，海外已出现AI增收增利标杆。美股AI标的Applovin、TWILIO、Palantir等，在业绩上体现出了AI的加速变现；3) 低成本训练并不会导致企业减少训练端的资本开支，而是可能基于现有算力进一步提升训练频次，强化训练模型以实现更好的效果，同时，训练的复杂度也有望提升，将更多算力资源从纯文本模型转向更复杂的多模态训练。因此，我们认为未来算力需求有望开启"低成本→高渗透→新需求→再投入"的正向循环。

图表：applovin等3家美股AI应用公司收入走势（亿美元）



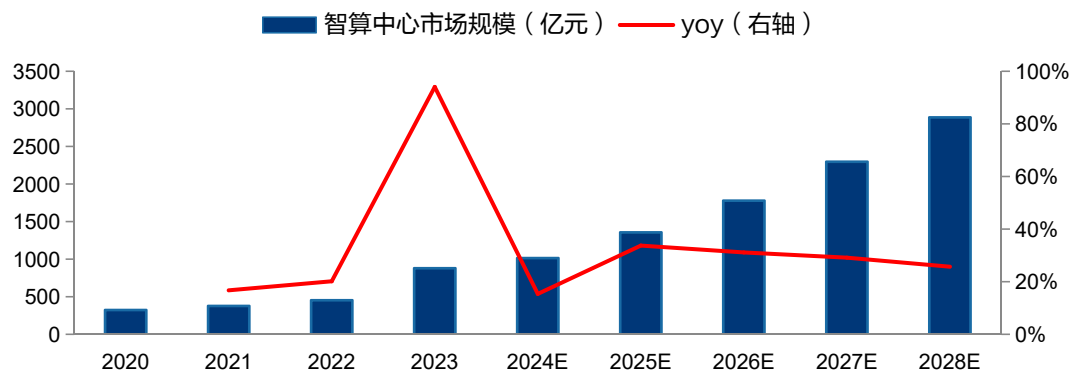
图表：不同行业大模型渗透率



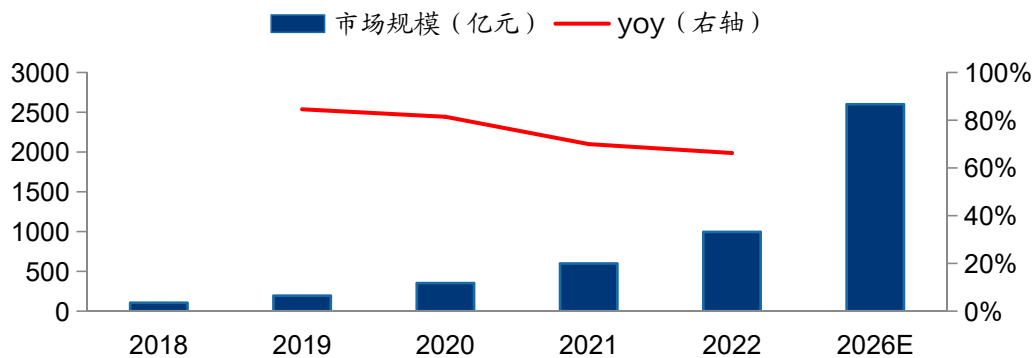
3.1、需求端：大模型多点开花，算力需求持续高增

◆ 算力租赁仍为目前主流模式，预计未来年均增速超20%。算力租赁属于智算产业链的上游，目前仍为智算中心的主流服务模式，据《中国智算中心产业发展白皮书（2024年）》，2023年，我国智算中心投资规模达879亿元，同比增长90%以上，预计2028年智算中心规模可达2886亿元。根据中研普华产业研究院预测，2026年我国算力租赁收入规模有望达2600亿元，且将以每年20%以上的速度快速增长。考虑到未来大模型的训练成本降低后，中小企业训练专业模型的需求或提升，同时由于其训练需求并不持续且算力购置成本较高，因此或进一步促进算力租赁的需求。

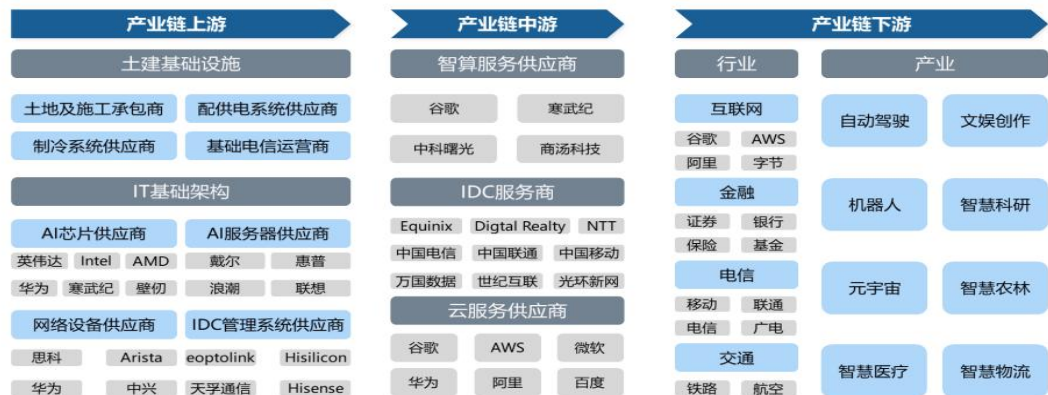
图表：2020-2028年中国智算中心市场规模及预测（亿元）



图表：中国算力租赁市场规模



图表：中国智算产业链



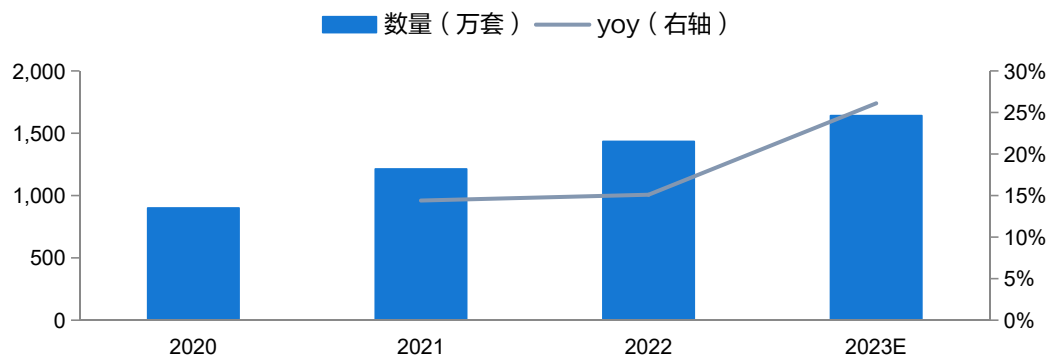
图表：人工智能服务类型与商业模式

类型	商业模式	介绍	供应方	需求方
IaaS 基础设施即服务	机房托管服务	在传统数据中心机房托管基础上，提供更高功耗、配电和网络定制	智算转型的数据中心服务商、中立的智算中心服务商等	头部云商及AI公司、大型央国企等
	算力租赁服务	以云服务形式租赁智能算力，按使用时间和规模收费	云厂转型的智算服务商、中立的智算中心服务商等	中小型科技公司、IT公司、非连续需求的科研机构等
PaaS 平台即服务	AI平台服务	提供人工智能应用开发工具和平台	头部IT公司	中小企业和开发者
MaaS 模型即服务	模型定制服务	模型定制、精调、部署等AI大模型全流程服务	成熟的大模型供应商（具有AI大模型技术能力）	中小垂直行业企业

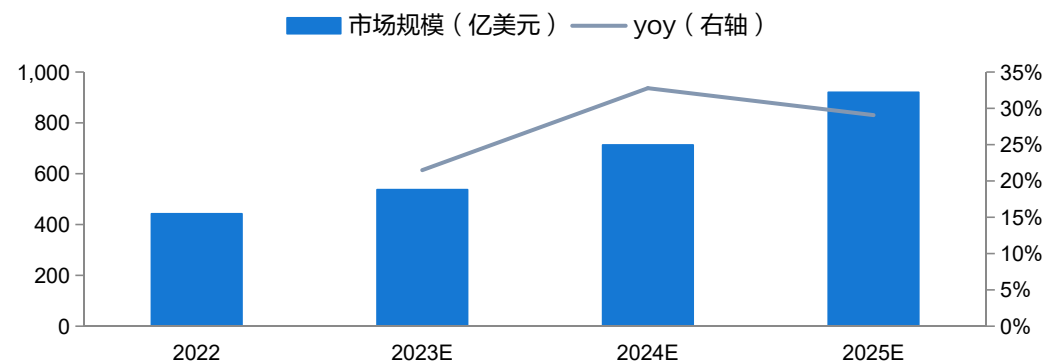
3.2、供给端：高端AI芯片仍依赖海外，国内高端算力稀缺

全球AI芯片出货量提升，国产芯片市场持续增长但占比仍较小。据Gartner预测，2024年全球AI芯片收入总额将达712.52亿美元，同比增长33%。2025年全球AI芯片收入总额有望达到919.6亿美元，同比增长约29%。其中英伟达在AI芯片市场占主导地位，据Kavout数据，其AI加速器在人工智能芯片领域占据了70%到95%的市场份额。据IDC数据，2024上半年，中国加速芯片的市场规模达超过90万张。从技术角度看，GPU卡占据80%的市场份额；从品牌角度看，中国本土人工智能芯片品牌的出货量已接近20万张，约占整个市场份额的20%。

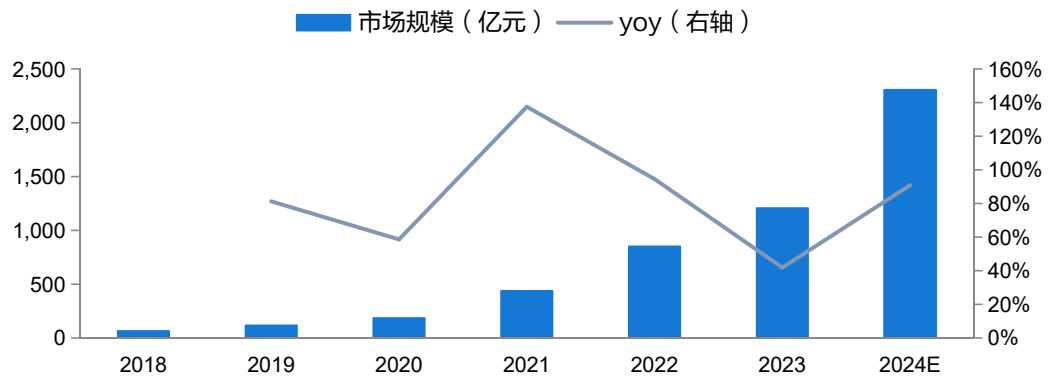
图表：2020-2023全球AI芯片数量统计（万套）



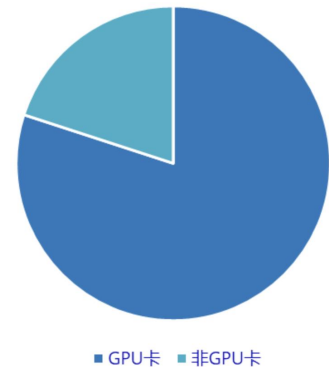
图表：2022-2025全球AI芯片市场规模



图表：2018-2024年中国AI芯片市场规模预测



图表：2024H1中国AI芯片市场份额



3.2、供给端：高端AI芯片仍依赖海外，国内高端算力稀缺

受美国制裁背景下，国内高端算力资源依旧稀缺。从芯片性能来看，华为昇腾910与英伟达A100已较为接近，但与英伟达H100等在运算能力仍有一定差距。2023年10月17日，美国商务部发布针对芯片的出口禁令新规，对原有2022年10月7日规则进行了修改，更加严格地限制了中国购买英伟达A100\A800\ H100\H800\ L40S等高端芯片，预计或致国内高端算力资源供给不足。

图表：美国对中国半导体制裁升级

时间	2022年10月7日	2023年10月17日	条款	限制条件	预估主要影响产品
主要限制措施	标准主要是卡算力及互联带宽，算力上限为4800，带宽上限是600GB/s（算力大于4800且带宽大于600GB/S）	<p>先进计算芯片规则</p> <ul style="list-style-type: none"> 调整参数：取消“互联带宽”参数限制，保留了2022年10月限制（算力大于4800且带宽大于600GB/S），新增了总处理性能TPP和性能密度PD限制 	3A090.a 针对最高性能芯片	1) $TPP \geq 4800$; 2) $TPP \geq 1600$, 且 $PD \geq 5.92$	<ul style="list-style-type: none"> 英伟达：H100、H800、A100、A800（10月24日英伟达公告）； 英特尔：Max 1100、Max 1550、Gaudi2、Gaudi3； AMD：MI250、MI250X、MI300、MI300X、MI388等
		<p>扩大“出口管制”</p> <ul style="list-style-type: none"> 将先进芯片的出口许可要求扩大到美国维持武器禁运的所有22个国家以及中国澳门 			
		<p>“实体清单”范围扩大</p> <ul style="list-style-type: none"> 将壁仞科技、摩尔线程两家涉及先进计算芯片开发的中国实体及子公司（13家实体）添加到实体清单 			
主要影响厂家	英伟达A100、H100；AMD MI300系列	英伟达、AMD、英特尔等	3A090.b 针对次高性能芯片	1) $2400 \leq TPP < 4800$, 且 $1.6 \leq PD < 5.92$; 2) $TPP \geq 1600$, 且 $3.2 \leq PD < 5.92$	<ul style="list-style-type: none"> 英伟达：L40S（10月24日英伟达公告） 英特尔：Flex Series 170 AMD：MI210、MI22

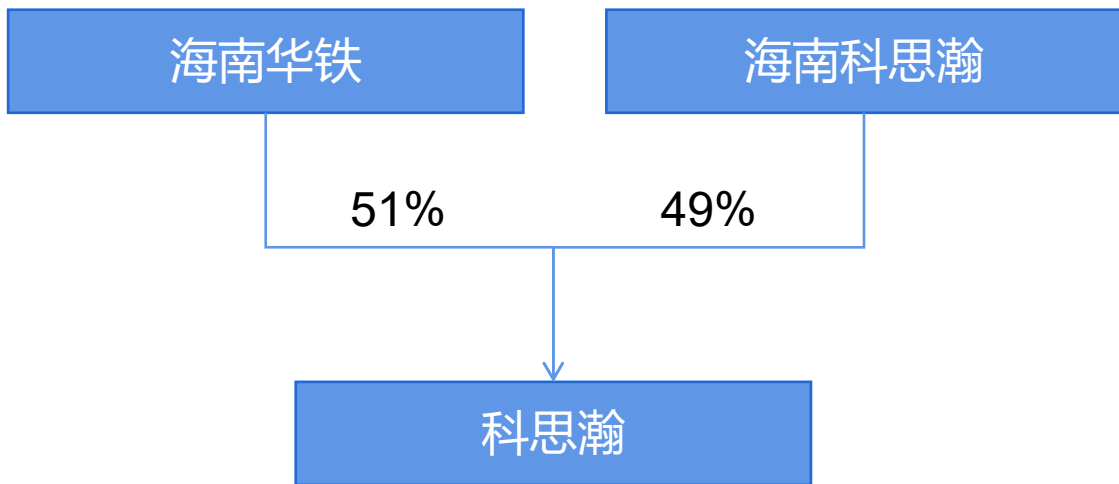
图表：主流高性能芯片性能对比

企业	产品型号	运算能力 (理论峰值)	性能功耗比	峰值性能 (FP16, TFLOPS)	架构	显存带宽
英伟达	A100	624TOPS @INT8	2TOPS/W	312	Ampere	1935GB/s
英伟达	H100	3958TOPS @INT8	—	1979	Hopper	3TB/s
AMD	MI 100	184.6TOPS @INT8	0.6TOPS/W	184.6	CDNA	1.2TB/s
华为海思	Ascend 910	512TOPS @INT8	2TOPS/W	320	HUAWEI Da Vinci	—
寒武纪	思元370	256TOPS @INT8	—	96	MLUarc h03	614.4GB/s
海光信息	深算一号	—	—	—	GPGPU	1024GB/s
百度昆仑	昆仑2	256TOPS @INT8	2.1TOPS/W	128	XPU-R	—
平头哥	含光800	825TOPS @INT8	—	—	自研	—

3.3、前瞻布局算力租赁，多维竞争优势助力开拓

- ◆ **公司前瞻布局，开拓算力租赁业务。**根据公司公告，公司于2023年9月与海南科思瀚合资成立子公司科思瀚，海南华铁持股51%，海南科思瀚持股49%，并开始小范围尝试算力业务，科思瀚团队成员具有丰富的国内外人工智能领域的投资及运营经验，公司通过股权合作形式对一线团队进行充分的赋能激励。2024年5月，公司拟投入10亿元购买算力设备并用于出租，根据公司投资者回答，截至2024年12月5日，公司已累计新签24.75亿元算力租赁订单，租赁期3-5年，并交付设备超6亿元。
- ◆ **多维竞争优势，助力新业务开拓。**我们认为，海南华铁开拓算力租赁业务，其优势主要有：1) 商业模式与高机租赁异曲同工，模式复用性强。从商业模式看，目前公司主要通过裸金属交付的形式提供算力租赁服务，与主业高机租赁本质均为融资租赁模式，在资产管理及运营等环节具备一致性，可复用公司原有资源及体系，截至2024H1，公司原有业务管理的高空作业设备已超 15万台，所搭建的经营体系和积累的资产管理经验能够为公司进入新业务领域提供有效支撑。区别主要体现在对算力设备的运维、算力调度等方面。对此，公司与无问芯穹、北京科蓝等一线大模型企业签订了战略合作协议弥补短板。

图表：科思瀚股权结构图（2024年5月）



图表：算力租赁业务与高机租赁业务对比

项目	原业务	新业务
设备采购	高空作业平台等机械设备	高端AI芯片/服务器
运营管理	网点铺设及数字化管理	机房及设备运维
下游客户	C端/小B端租赁客户	B端/C端算力需求客户
服务内容	提供设备租赁及维修维保	提供算力租赁及技术服务
盈利模式	租金	租金/服务费

3.3、前瞻布局算力租赁，多维竞争优势助力开拓

- 1) 国资入主具备融资成本+信贷额度优势，高机租赁与算力租赁本质均为融资租赁模式，仍属于资本密集型行业，对资金要求较高，海南国资入局后，公司依托国资授信+低融资成本较同行具备资金优势。
- 2) 卡位杭州本地算力+海南潜在受益，公司本部位于杭州且为浙大系校友企业，杭州本地的互联网及大模型企业较多。另一方面，受海南国资影响，公司未来亦可在海南开展业务，目前，海南已明确提出要提升算力网络基础设施能力，形成全岛算力“一张网”，为算力产业的发展提供了明确的方向和顶层设计，同时，海南作为自由贸易港，在数据跨境流动方面具有政策优势，在确保数据安全的前提下，可打通数据共享、数据流动、数据交易堵点，建立完善的数据跨境流动的规则体系和运营机制。
- 3) 合作伙伴方面，公司与无问芯穹、北京科蓝等均有一定合作。其中，无问芯穹已上架DeepSeek-R1-Distill等模型产品。

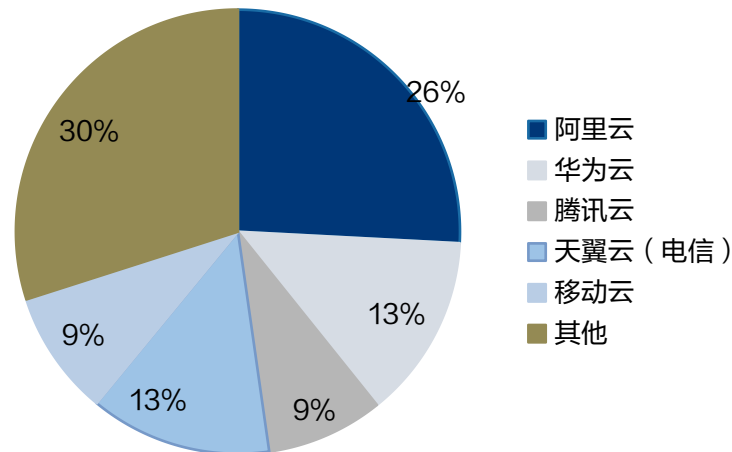
图表：海南华铁部分合作伙伴

合作伙伴	合作内容
无问芯穹	通过子公司上海科思翰智算与无问芯穹达成深度合作，共同搭建算力中心及调度云平台，为国内客户出海发展提供算力综合服务。
北京科蓝	通过子公司上海科思翰智算与科蓝软件在金融领域达成战略合作，双方共同拓展智能算力在金融领域的更多应用，联合研发并打造适配于金融客户的私有化智算产品。
华为云	与“华为云”签署全面合作协议，双方在全球范围内就数字化转型、管理咨询等领域展开全面合作。

图表：无问芯穹接入Deepseek



图表：2024H1中国主要云计算厂商市场份额

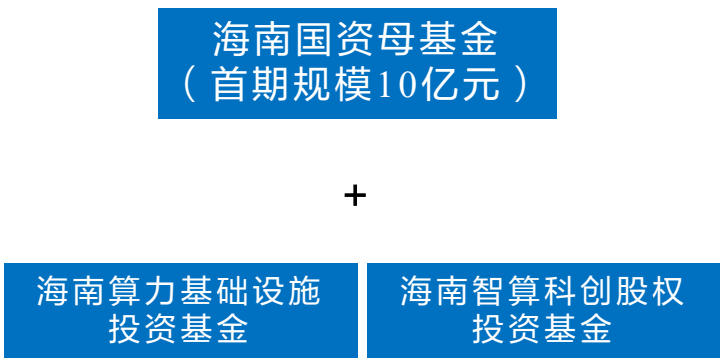


注：因四舍五入原因，份额相加可能不为100%

3.3、前瞻布局算力租赁，多维竞争优势助力开拓

- 海南华铁x海南算力，全面布局算力出海，构建三级算力网络。**2025年2月12日，海南华铁与海南省算力科技有限公司(以下简称“海南算力”，海南国资控股，注册资本5亿元)正式签署战略合作协议，未来，双方将依托海南区位优势，合作布局算力出海业务，为境内外企业提供算力服务。双方将联合建设绿色智算基础设施，包括数据中心、智算中心和跨境网络。海南算力将提供强大的国有资本支持及产业“1+2”算力基金（包括海南算力基础设施投资基金、海南智算科创股权投资基金以及首期规模10亿元的海南国资母基金），而海南华铁则通过其在设备运营和算力租赁领域的丰富经验，保障项目顺利推进，双方合作构建“海南-全国-国际”三级算力服务网络，推动海南自贸港成为智算产业的重要高地。
- 席明贤出任公司首席数据官并兼任数智科技事业部负责人，助力渠道拓展。**2025年2月12日，海南华铁官宣成立数智科技事业部，由席明贤出任首席数据官兼事业部负责人，席明贤原为华为人工智能与大数据首席专家、大数据产品线总裁，钉钉副总裁，阿里云视频总经理。席明贤加入，一方面有望加速推动智算板块发展；另一方面，其在互联网产业链具有丰富的经验，有望在客户拓展、渠道挖掘等领域给公司带来帮助。

图表：海南国资“1+2”基金矩阵



图表：海南省算力行业相关政策

时间	发布机关	文件/会议名称	核心内容
2023年12月	海南省政府办公厅	《海南省培育数据要素市场三年行动计划(2024-2026)》	提升算力网络基础设施能力形成全岛算力“一张网”
2024年11月	海南省第七届人民代表大会常务委员会	《海南自由贸易港数字经济促进条例》	有关部门应当推进算力基础设施建设，统筹陆地、海底数据中心合理布局，推动通用计算、智能计算、超级计算等多元算力建设，推动以云服务方式统筹算力资源，提升云服务供给水平。鼓励多元主体共同参与数据中心建设，支持开展算力租赁等服务。
2024年11月	海南省人民代表大会常务委员会	《海南自由贸易港国际数据中心发展规定》	鼓励和支持国际数据中心业务运营者自主选择使用可信、安全的国内外云服务、算力芯片、人工智能大模型等提供国际数据服务。
2025年1月	海南政协	海南省政协八届三次会议在省政协礼堂举行第二次全体会议	开展全省算力资源普查。夯实算力基础设施底座。构建“算力+”应用场景，在南繁、深海、低空经济等海南自贸港特色产业领域发挥应用赋能作用，打造一批标杆型示范应用场景。大力发展跨境算力贸易合作。

资料来源：融中财经，海南省人民政府、海南政协公众号、海南自由贸易港公众号，国海证券研究所

3.4、高盈利+优现金流，业绩兑现可期

◆ 预计合同租赁期内算力租赁净利率在22-30%左右，现有订单预计2025年或可贡献1.0亿元净利润。

□ 1) 收入测算：根据公司投资者回答，截至2024年12月5日，公司已累计新签24.75亿元算力租赁订单，租赁期三至五年，并交付设备超6亿元，假设年底设备全部交付完成，则对应设备规模约15.1亿元，假设对应租金收入=租售比*（年初交付设备+年末交付设备）/2。根据鑫思沃与慧星云数据，H100服务器单价为220万元/台，税前租金价格取7.5万元/月，据此测算，租售比约36.2%，现有订单2025年有望确认收入4.3亿元。

□ 2) 利润测算：考虑到订单对租金价格的锁价功能，保守假设租赁期为3年，且预计3年合同期限内租金价格保持不变。由于服务器迭代较快，我们假设租赁期结束后租金价格在第4、5年分别折价10%、5%；我们假设公司采购服务器的首付比例为0%，年化利率5%，分三期等额本息归还；假设服务器的运维成本为资产价格的3%，约6.6万/年；假设折旧摊销年限为5年，残值5%，对应年折旧41.8万/年。据此测算，算力租赁业务第1-3年毛利率为39%，第4、5年毛利率为32%、29%；第1-5年净利率分别为22%、26%、30%、31%、27%。根据前文测算，2024年6亿元已交付设备对应收入的净利率为26.0%，其余部分收入对应净利率21.6%，据此测算，现有订单2025年有望贡献净利润1.0亿元。

图表：算力租赁业务盈利测算模型

单位：万元	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
注：输入值；公式值；预测值					
利润测算					
算力租赁收入	80	80	80	72	68
租赁单价（月度，税后）	6.6	6.6	6.6	6.0	5.7
YoY		0%	0%	-10%	-5%
出租率	100%	100%	100%	100%	100%
算力租赁成本	48.4	48.4	48.4	48.4	48.4
折旧摊销	41.8	41.8	41.8	41.8	41.8
%收入	52.5%	52.5%	52.5%	58.3%	61.4%
运维费用（人工）	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
%收入	8.3%	8.3%	8.3%	9.2%	9.7%
毛利	31	31	31	23	20
毛利率	39%	39%	39%	32%	29%
税金及附加	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
城市维护建设税	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
%收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
教育费附加	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
%收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
地方教育费附加	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
%收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	0.4	0.0	0.0	-0.1	-0.1
%收入	0.5%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%
管理费用	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
%收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%
财务费用	9.4	5.9	2.1	0.0	0.0
%收入	11.8%	7.3%	2.6%	0.0%	0.0%
税前利润	19.8	23.8	27.6	22.1	18.7
所得税	2.6	3.1	3.6	0.0	0.0
税率	13%	13%	13%	13%	13%
净利润	17.2	20.7	24.0	22.1	18.7
净利率	21.6%	26.0%	30.2%	30.8%	27.4%
			44.6%	68%	

3.4、高盈利+优现金流，业绩兑现可期

- ◆ 以H100为例，单服务器5年周期下经营性净现金流为92万元。从现金流角度看，流出部分主要来自还款付息、运维费用、期间费用、税费支出，流入部分则是租金收入。据此测算，单服务器第1-3年经营性净现金流预计保持小幅流出状态，第4-5年受益于还款结束转为大幅流入，5年周期下预计单服务器经营性净现金流为92万元。
- ◆ 公司层面看，持续资本开支对资金链&负债率影响较小。考虑到公司目前为算力租赁业务的起步阶段，在手订单已近25亿元，我们假设未来5年公司每年投入30亿元用于算力租赁业务，核心假设均与前文保持一致，则算力租赁业务预计至多导致公司现金减少8.4亿元，考虑到公司海南国资入主后授信额度或较为充裕，预计对公司经营影响较小；负债端看，假设所有算力卡均在期初零首付购买，则在期初会对公司负债率有一定影响，但长远来看，算力租赁业务将推动公司资产负债率下降。由此，我们认为在年均30亿元的资本开支情况下，公司资金链与负债率均不会产生较大影响。

图表：单服务器现金流测算模型（单位：万元）

现金流测算	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
首付支出	-				
<i>首付比例</i>	0%				
<i>剩余还款年限</i>	3	2	1		
还款+利息费用支出	-79	-79	-79	-	-
<i>利息费用率</i>	5%	5%	5%	5%	5%
付现成本支出	-7	-7	-7	-7	-7
期间费用支出	-1	-1	-1	-0	-0
税费支出	-3	-4	-4	-1	-1
租金流入	80	80	80	72	68
经营性净现金流	-11	-11	-11	64	60

图表：算力租赁业务对现金流量表及资产负债表影响测算（亿元）

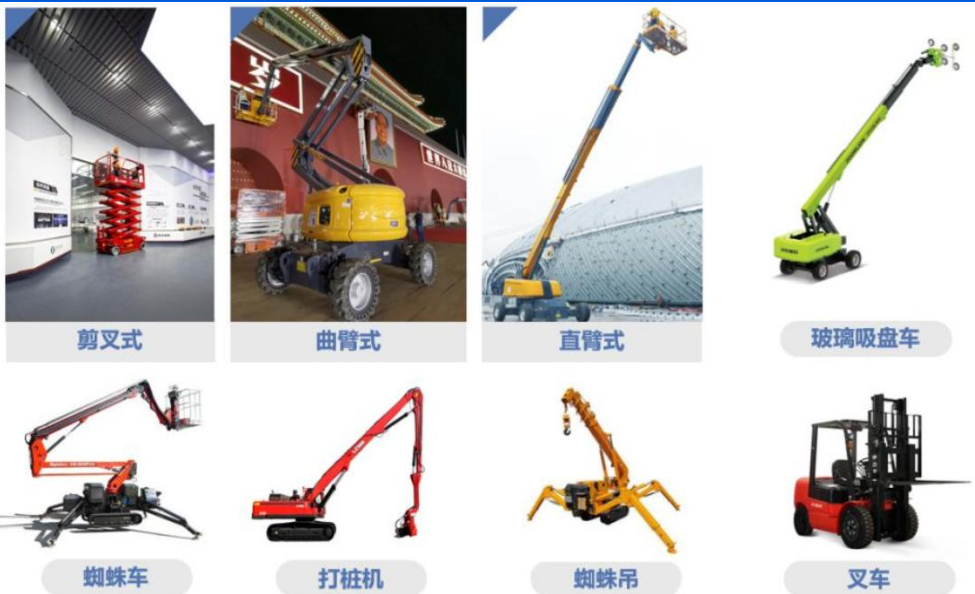
		第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
经营性净现金流	第1年资本开支	(1.4)	(1.4)	(1.5)	8.3	7.9
	第2年资本开支		(1.4)	(1.4)	(1.5)	8.3
	第3年资本开支			(1.4)	(1.4)	(1.5)
	第4年资本开支				(1.4)	(1.4)
	第5年资本开支					(1.4)
现金变动		(1.4)	(2.8)	(4.2)	4.1	11.9
在手现金	期初	0.0	(1.4)	(4.2)	(8.4)	(4.4)
	期末	(1.4)	(4.2)	(8.4)	(4.4)	7.5
资产	期初	0.0	24.3	42.9	55.8	63.0
	新增	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
	折旧	5.7	11.4	17.1	22.8	28.5
	期末	24.3	42.9	55.8	63.0	64.5
负债	期初	0.0	20.4	30.9	30.9	30.9
	新增	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
	减少	9.6	19.5	30.0	30.0	30.0
	期末	20.4	30.9	30.9	30.9	30.9
资产负债率	期初	74.9%	75.7%	74.4%	71.3%	69.6%
	期末	72.7%	71.5%	68.1%	66.4%	66.0%

- ◆ 1、公司简介：国内工程设备租赁服务的领先厂商
 - ◆ 1.1、发展历史：历经业务转型，落子高空车租赁
 - ◆ 1.2、业务矩阵：聚焦高空车租赁，辅以建筑支护及地下维修工程业务
 - ◆ 1.3、财务分析：高杠杆转向高周转，轻资产转型优化现金流
 - ◆ 1.4、同业财务对比：盈利能力与存货周转能力居于行业前列
- ◆ 2、行业分析：集中度提升仍有空间，产业需求持续增高
 - ◆ 2.1、传统/轻资产单车盈利模型解构
 - ◆ 2.2、淡化地产周期影响，渗透率提升仍有空间
 - ◆ 2.3、供给：格局优化有迹可循，集中度提升大势所趋
- ◆ 3、前瞻布局算力租赁，卡位杭州本地算力需求
 - ◆ 3.1、需求端：大模型多点开花，算力需求持续高增
 - ◆ 3.2、供给端：高端AI芯片仍依赖海外，国内高端算力稀缺
 - ◆ 3.3、前瞻布局算力租赁，多维竞争优势助力开拓
 - ◆ 3.4、高盈利+优现金流，业绩兑现可期
- ◆ **4、海南国资入主多重赋能，多品类布局+轻资产转型再拓成长**
 - ◆ 4.1、大力拓展多品类租赁、低空业务
 - ◆ 4.2、海南国资入驻，享多维发展红利
 - ◆ 4.3、轻资产转型加速扩规模，数字化建设赋能渠道运营
- ◆ 5、股价复盘与盈利预测
 - ◆ 4.1、股价复盘
 - ◆ 4.2、盈利预测
- ◆ 6、风险提示

4.1、大力拓展多品类租赁、低空业务

- ◆ **发挥高空作业平台引流优势，大力布局多品类租赁。**基于高空作业平台渠道优势，公司目前重点拓展多品类设备租赁。其中，叉车可用于工地、港口、物流等，在减少人工、提升效率、降低成本方面优势显著，其潜在客户与高空作业平台存在重叠，因此公司进行了重点拓展，截至2024H1末，公司叉车保有量已超 500 台。叉车租赁行业具备较大的市场潜力，据智研咨询，而叉车租赁回本周期平均2-4年，2016年叉车租赁行业收入规模为27.18亿元，至2023年收入达到102.42亿元，CAGR约为20.87%。除此之外，公司还引入了玻璃吸盘车、打桩机、蜘蛛车、蜘蛛吊等新型设备。
- ◆ **联手浙江威航，打造国内领先的低空经济运营商。**浙江威航主营业务为大载重无人机、系留无人机、穿越机硬件研发与销售，全域覆盖低空数据自动采集解决方案等。公司和浙江威航合作开展无人机设备租赁及飞行服务，实现新型智慧城市、机场巡查、消防应急自动巡逻、应急救援、边防巡检等方面建设的长效运营模式。同时重点推动50-200KG的载重无人机产品的应用，探索创新产品的租赁业态，将产品应用至智慧工地、城市生活、农林应用等领域中，解决诸如城市小区、老旧小区、部分工地物料、森林木料等搬运难题，有效提升使用效率。公司发挥租赁市场资源优势及网点优势，开展设备租赁及配套服务；浙江威航发挥无人机技术优势，加速产品创新迭代。

图表：公司多品类工程机械布局



图表：浙江威航产品结构



4.2、海南国资入驻，享多维发展红利

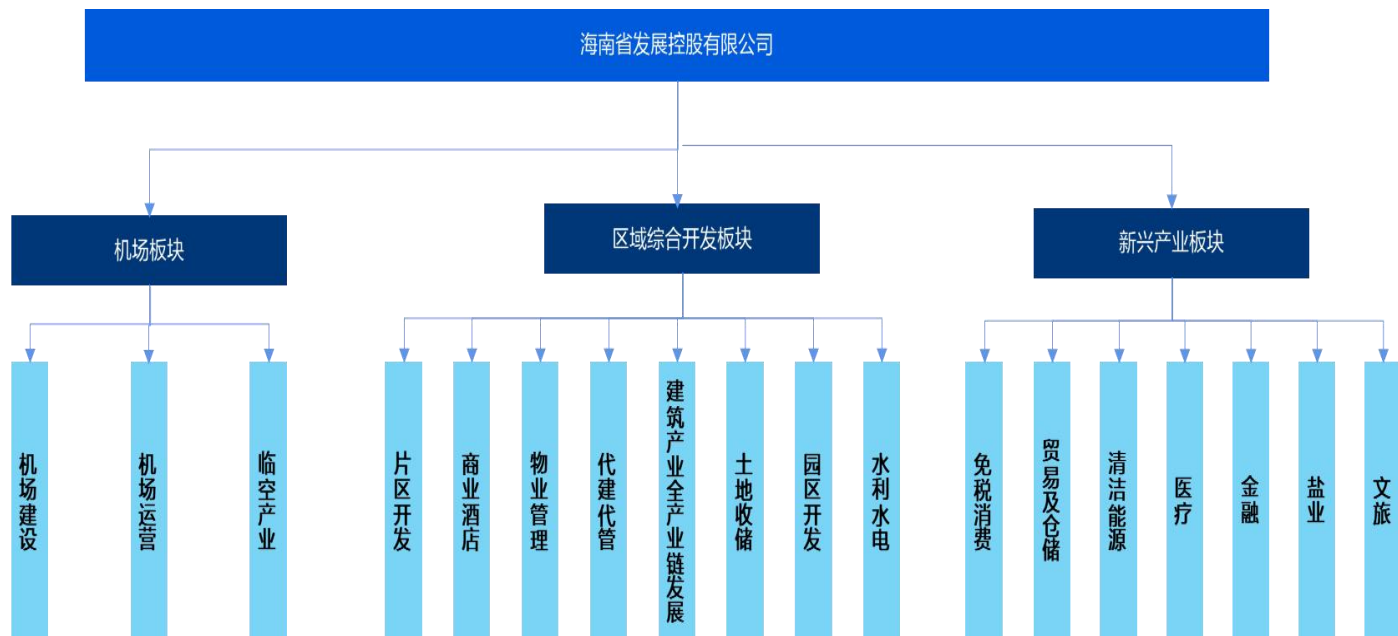
- ◆ **国资入局后大力支持公司降低融资成本并提升授信额度，利息支出较2024前三季度有望收窄1.0亿元。**海南控股作为综合性国有投资平台，与信贷机构联系较为紧密，具备AAA级信用评级资源和国企信用优势。在2024/8/2举办的股权交割大会中，公司在海南控股赋能下完成与11家金融机构的签约工作。根据公司投资者问答，在融资方面，以海南控股为标杆，后续融资成本有望降至3%，考虑到租赁负债主要来自融资租赁公司，置换进度或较慢，因此我们取2024Q3期末公司有息负债进行测算，假设租赁负债暂缓置换，其余有息负债全部置换为3%，则此部分负债2025年利息支出有望降至4.5亿元，较2024年前三季度将贡献1.0亿元的利润弹性。
- ◆ **海南控股业务全面，有望协同拓展新需求点。**海南控股旗下具备机场、区域综合开发、商贸服务等板块资源，具备与公司设备租赁、低空经济、算力的业务协同的基础。以机场板块为例，高空作业平台可完全取代传统的高空作业方式，在施工区域广、活动范围大的工地上完成机场钢结构的安装，及内部水、电、暖通、消防等设施安装，为流动性强的施工环境带来更便捷的高空作业解决方案。

图表：利息成本测算

单位（亿元）	2020	2021	2022	2023	2024Q3 期末	2025E
短期借款余额	10.6	9.1	9.2	9.2	11.6	11.6
一年内到期的非流动负债	4.3	7.3	13.9	26.5	27.1	27.1
长期借款	/	2.7	3.7	7.9	7.4	7.4
租赁负债	/	26.1	41.3	59.3	63.3	63.3
有息负债合计	14.9	45.2	68	102.9	109.3	109.3
综合融资成本	10.1%	4.2%	4.6%	4.8%	5.0%	4.2%
利息支出	1.5	1.9	3.1	4.9	5.5	4.5

注：上表2025E测算仅为对2024Q3期末基数下可能收窄的利息费用测算，不包含对2025年以上科目的变动预测。

图表：海南控股业务矩阵



4.2、海南国资入驻，享多维发展红利

- ◆ 海南定位境内关外，较内地具备多项政策优势，利好海南华铁发展。2025年海南将启动全岛封关，从政策角度看主要可分为两方面利好：1) 税收政策，海南全省企业所得税为15%，较内地25%的税率可节省海南华铁缴税成本；2) 产业政策角度，数字经济、低空经济均为海南重点发展方向，契合了公司近期拓展的业务方向。以数字经济为例，海南省对数据出境、云服务、算力芯片、大模型等均有宽松政策，未来或有力助推海南华铁算力租赁、智算中心等业务的开拓。

图表：海南区位政策优势

政策种类	细分项目	政策内容	利好海南华铁的业务板块
税收政策	企业所得税	企业所得税税率为15%，内地为25%	所有业务
	关税	免征进口关税	
	增值税等其他	增值税、消费税、车辆购置税、城市维护建设税及教育费附加等税费将简并为销售税	
产业政策	数字经济	《海南自由贸易港国际数据中心发展规定》，对面向境外提供数据存储、加工、交易等国际数据服务业务的企业提供系列制度规范和开展便利，1) 符合条件的业务可免于申报数据出境安全评估、订立个人信息出境标准合同、通过个人信息保护认证；2) 可自主选择使用可信、安全的国内外云服务、AI 算力芯片、AI大模型等开展国际数据中心业务。	算力租赁、智算中心
	低空经济	《海南省低空经济发展三年行动计划（2024-2026年）》中提出到2026年，建成通用机场9个，划设低空航线数量超300条；重点拓展建设8个低空应用场景，推动一批重点项目建设，实现全省低空经济总产值超过300亿元。	低空经济（联手浙江威航）

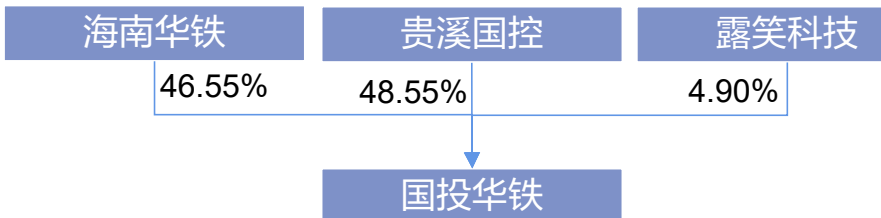
4.3、轻资产转型加速扩规模，数字化建设赋能渠道运营

- ◆ 公司站位国内高空设备租赁第一梯队，轻资产战略推广带动市占率加速提升至22.85%。2023年，公司保有量已达12.11万台，同比增长55.3%，测算市占率约22.85%。截至2024/6/30，公司高空作业平台中保有量达15.13万台，其中轻资产管理规模超3.6万台，较2023年末增长89.90%。
- 传统模式：公司主要通过融资租赁从徐工等工程机械设备制造商处直接采购设备，依赖大量资本投入。
- 轻资产模式：公司通过引入外部资金方或资产闲置方，能够有效缓解资金压力，实现资产规模快速增长。目前公司成功探索的轻资产合作模式分为合资公司和转租赁两种，已先后成立合资公司热联华铁、城投华铁、铜都华铁，2023年合计来源于转租的设备近1.6万台；2023Q4，公司又与欧力士、华通金租签署意向合作金额分别为20亿元和10亿元战略合作协议，后续将逐步落地。

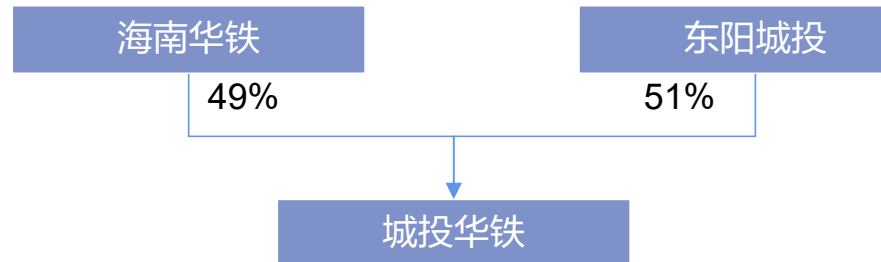
图表：轻资产转型情况

时间	布局	高空作业平台保有量	来自轻资产（转租赁）的高空作业平台保有量	占比(轻资产/保有量)
2020	开始轻资产模式探索	2.10万台	-	-
2021	合资公司模式中，与热联集团合资成立热联华铁；转租模式中，转租高空作业平台设备资产价值超过6亿元，实现营业收入超1.2亿元	4.72万台 (yoy+125%)	近5000台	10.59%
2022	合资公司模式中，分别与浙江东阳城投、江西贵溪国资合资成立城投华铁和铜都华铁，战略合作金额均为15亿元；转租模式中，分别与徐工广联、苏银金租和海蓝控股等公司展开合作，合计转租资产规模达14.21亿元，实现营业收入1.82亿元(yoy+42.92%)	7.80万台	1.04万台 (yoy+123%)	13.35%
2023	合资公司模式中，与浙江东阳城投的合作顺利推进，首批设备3400台，共计3.3亿元，已于2023年完成交付，剩余12亿元设备将在后期逐步交付。公司运营城投华铁的14个网点，并成立海外拓展部，以韩国为试点积极探索海外市场。转租模式中，公司分别从徐工广联、苏银金租、海蓝集团等公司转租设备近16000台，同比增长51.22%，资产规模超23亿元。	12.11万台 (yoy+55%)	超1.9万台 (yoy+84%)	15.69%
2024H1	合资公司模式中，公司与浙江东阳城投的合作顺利推进，累计交付设备超1.3万台，较上一年末增长近1万台，后续预计将持续投放设备。转租模式中，合计转租台量超2.3万台，较上年末增加47.06%，资产规模达39亿元。	15.13万台 (yoy+25%)	超3.6万台 (yoy+89%)	23.79%

图表：国投华铁股权拆分（2022年12月）



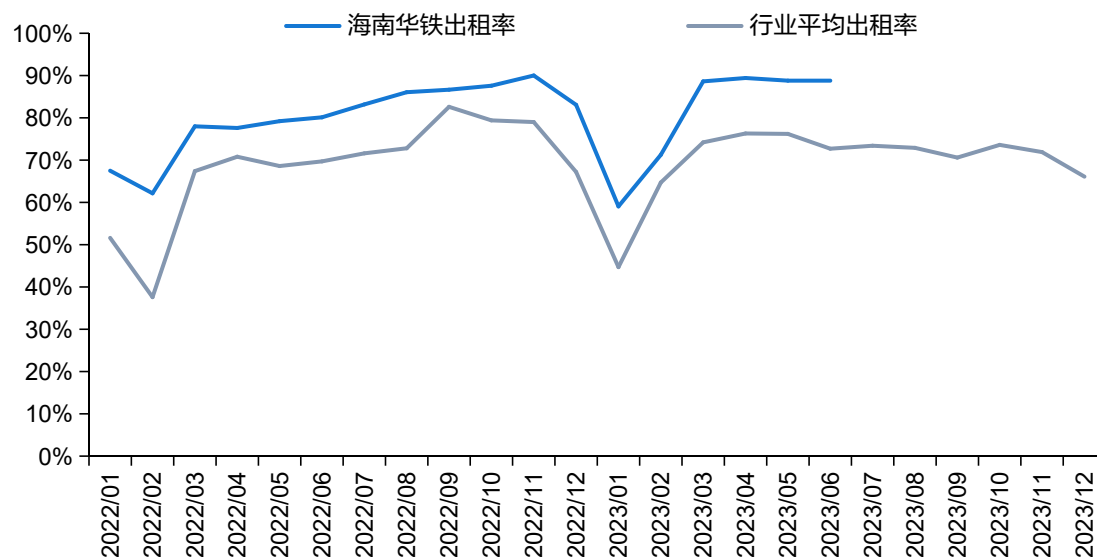
图表：城投华铁股权拆分（2022年9月）



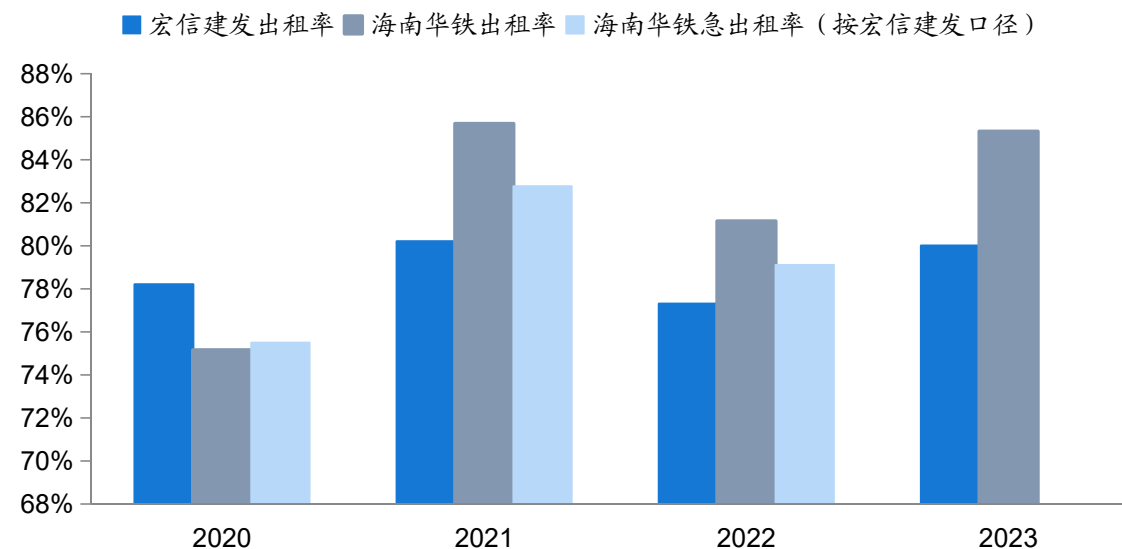
4.3、轻资产转型加速扩规模，数字化建设赋能渠道运营

- ◆ **优化渠道+服务，出租率行业领先。**2023年公司平均出租率为85.3%，领先行业平均。工程设备租赁行业马太效应较为明显，我们认为公司的差异化优势主要体现在渠道与服务。
- **渠道端：**公司采用线上线下渠道一体化运营，据公司公告，截至2024年6月30日，公司线下网点已达330个，较2023年末新增56个。其中，一二线城市网点数量达153个。线上小程序、APP、服务热线等渠道可完成线上询价、下单咨询，组建业务中台负责客源转化及全流程跟踪，形成客户粘性；
- **服务端：**围绕客户需求提供方案设计、安装、维保、运输等各类综合服务，重点完成服务人员的标准化工作以保障服务质量、改善客户体验。

图表：公司高空作业平台出租率始终高于行业平均



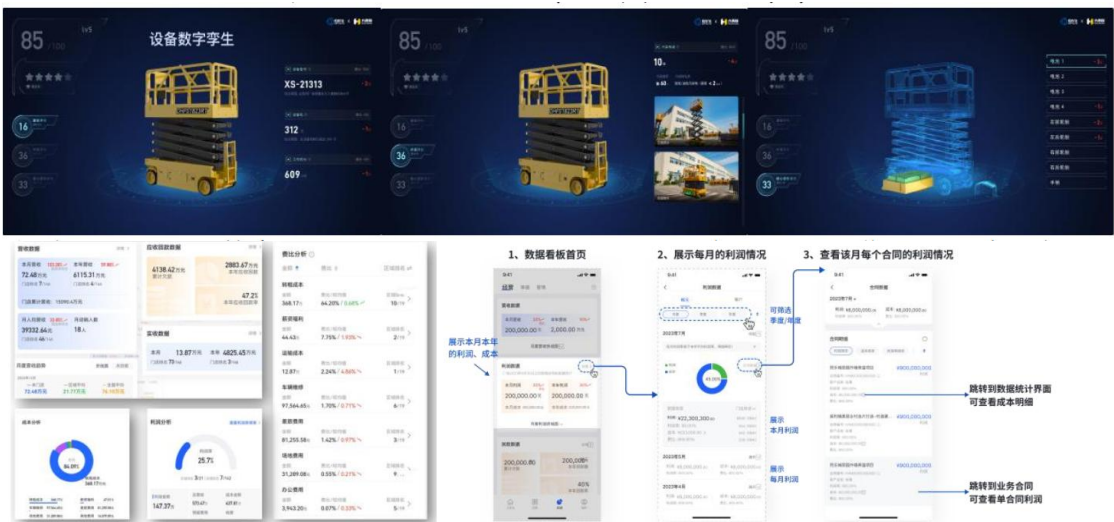
图表：公司高空作业平台与同行出租率对比



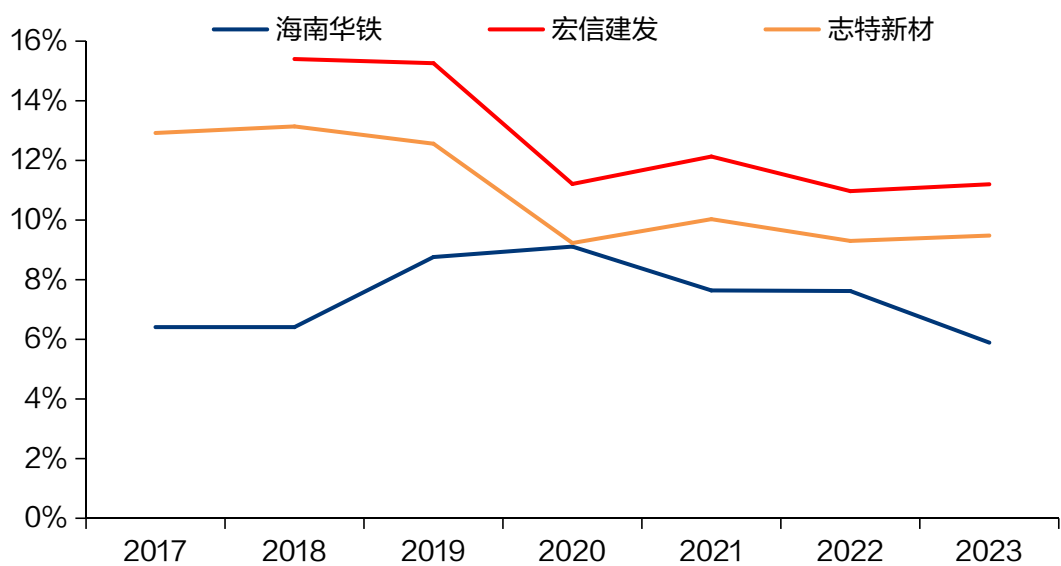
4.3、轻资产转型加速扩规模，数字化建设赋能渠道运营

- ◆ **大力发展数字化建设，降本增效优化管理。**公司近年来在数字化建设方向持续发力，在业务运营、资产管理两大领域实现应用，大幅提升业务流程效率和用户体验。
 - 1) **业务运营：**公司携手华为云，全面启动流程变革。例如，公司利用数字化平台擎天系统，建立了基于单合同、单门店原子化利润考核模型，赋能经营承包责任制，实现23个业务场景电子签全覆盖，建立无纸化办公形式，同时实现精细化业务管理，搭建了相关的智能风控体系。公司市场业务洞察能力及业财一体能力得到大幅提升。
 - 2) **资产管理：**公司实现重点设备全周期零配件管理，通过一物一码获取设备及零配件状态数据，进行数据化精细管理。在物流方面，公司上线自主研发的蜂运app，用于高空作业平台的运输管理、计费结算和实时监控，同时通过算法智能匹配工单与服务人员，并对司机派单激励，提高员工积极性。2021-2023年，公司管理费用率远低于同业其他公司。

图表：公司数字化财务系统和一物一码及数字孪生技术



图表：公司管理费用率优于同行业公司

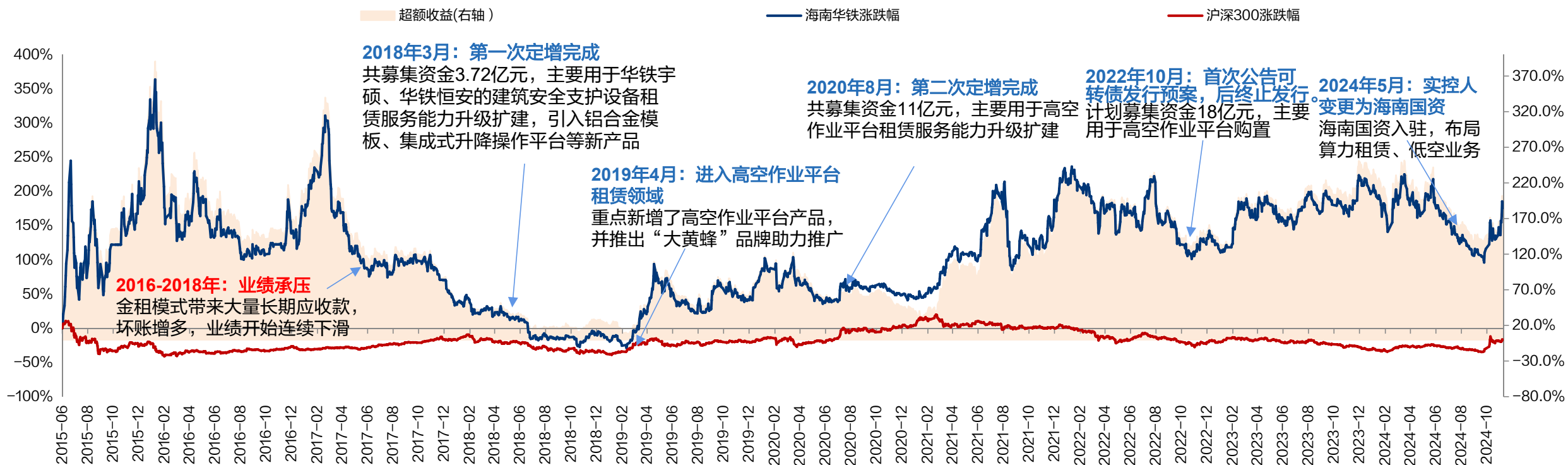


- ◆ 1、公司简介：国内工程设备租赁服务的领先厂商
 - ◆ 1.1、发展历史：历经业务转型，落子高空车租赁
 - ◆ 1.2、业务矩阵：聚焦高空车租赁，辅以建筑支护及地下维修工程业务
 - ◆ 1.3、财务分析：高杠杆转向高周转，轻资产转型优化现金流
 - ◆ 1.4、同业财务对比：盈利能力与存货周转能力居于行业前列
- ◆ 2、行业分析：集中度提升仍有空间，产业需求持续增高
 - ◆ 2.1、传统/轻资产单车盈利模型解构
 - ◆ 2.2、淡化地产周期影响，渗透率提升仍有空间
 - ◆ 2.3、供给：格局优化有迹可循，集中度提升大势所趋
- ◆ 3、前瞻布局算力租赁，卡位杭州本地算力需求
 - ◆ 3.1、需求端：大模型多点开花，算力需求持续高增
 - ◆ 3.2、供给端：高端AI芯片仍依赖海外，国内高端算力稀缺
 - ◆ 3.3、前瞻布局算力租赁，多维竞争优势助力开拓
 - ◆ 3.4、高盈利+优现金流，业绩兑现可期
- ◆ 4、海南国资入主多重赋能，多品类布局+轻资产转型再拓成长
 - ◆ 4.1、大力拓展多品类租赁、低空业务
 - ◆ 4.2、海南国资入驻，享多维发展红利
 - ◆ 4.3、轻资产转型加速扩规模，数字化建设赋能渠道运营
- ◆ 5、股价复盘与盈利预测
 - ◆ 5.1、股价复盘
 - ◆ 5.2、盈利预测
- ◆ 6、风险提示

5.1、 股价复盘与市场关注点

◆ 2019年转型以来股价中枢震荡上行，当前PE位于近10年40.6%分位处，仍具重估空间。对公司股价进行复盘，公司2019年4月入局高空作业平台租赁，基于商业模式转型预期，股价迎来第一波基于估值层面的翻倍行情，公司于当年完成扭亏为盈；2020年，公司完成第二轮定增用于扩规模，同时受益于疫情后复工复产需求拉动，公司业绩持续兑现，并逐渐消化前期估值涨幅；2021-2023年，市场对公司转型定价已较为充分，公司PE估值围绕17倍左右波动，此阶段，市场对公司主要基于高空作业平台扩张斜率进行定价；2024年，受下游需求与扩张放缓的影响，公司股价有所回调，截至2025/2/18，受益于算力租赁以及顺周期业绩改善预期等多重刺激，公司估值重估至23.9倍。

图表：公司股价复盘及大事件情况



5.2、盈利预测与敏感性测算

分业务收入预测：

- 1) 高空车租赁：预计未来保有量增长放缓，出租率保持平稳，租金价格稳中有升。预计2024-2026年收入增速为+29%/+28%/+16%，考虑到公司在2024Q4开始提价且出租率有望提升，对折旧摊销有一定摊薄作用，我们预计2024-2026年毛利率为41%、42%、43%。
- 2) 建筑支护设备：考虑到基建/房建实物工作量需求较低迷，预计2024-2026年收入增速为-10%/-7%/+5%，预计毛利率维持42%。
- 3) 算力租赁：预计算力租赁订单2025年正式开始贡献收入，根据订单金额与租售比测算，预计2024-2026分别有望贡献0.2、5、21亿元营收，预计毛利率维持40%。
- ◆ **盈利预测：**2024-2026年收入52.4/67.8/95.0亿元，同比+18%/+29%/+40%；归母净利润 6.3/9.2/13.5亿元，同比-21%/+45%/+47%；对应2025/3/7收盘价，PE为39.89、27.60、18.75倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表：盈利预测

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4444	5241	6783	9498
增长率(%)	36	18	29	40
归母净利润(百万元)	801	634	917	1350
增长率(%)	25	-21	45	47
摊薄每股收益(元)	0.41	0.32	0.46	0.68
ROE(%)	14	10	13	16
P/E	15.24	39.89	27.60	18.75
P/B	2.27	4.08	3.58	3.03
P/S	2.82	4.83	3.73	2.66
EV/EBITDA	8.31	13.91	12.48	10.43

图表：分业务收入预测

公司产能(设备保有量)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
高空作业平台(万台)	7.8	12.0	16.6	18.1	20.5	
公司出租率						
高空作业平台(%)	81.1%	85.0%	83.0%	85.0%	86.0%	
公司出租价格指数						
		18,000	17,100	17,442	17,950	
yoy		-5.0%	-6.0%	3.0%	3.0%	
营业收入(百万元)						
营业收入(百万元)		3,278	4,441	5,241	6,783	9,498
同比增速(%)	(+/-)	25.8%	35.5%	18.0%	29.4%	40.0%
建筑安全支护设备租赁服务						
YOY	(+/-)	1,177	1,305	1,175	1,092	1,147
		-5%	11%	-10%	-7%	5%
高空作业平台						
YOY	(+/-)	1,843	3,107	4,016	5,140	5,952
		69%	69%	29%	28%	16%
算力租赁				20	500	2,100
YOY	(+/-)				2400%	320%
其他业务						
YOY	(+/-)	27	29	30	50	300
		52%	5%	5%	66%	300%
毛利率						
毛利率		50.3%	46.4%	41.0%	41.8%	41.8%
建筑安全支护设备租赁服务		53.4%	49.8%	42.0%	42.0%	42.0%
高空作业平台		48.2%	45.6%	41.0%	42.0%	43.0%
算力租赁				40.0%	40.0%	40.0%
其他业务		13.0%	-10.0%	0.0%	30.0%	30.0%

- ◆ 1、公司简介：国内工程设备租赁服务的领先厂商
 - ◆ 1.1、发展历史：历经业务转型，落子高空车租赁
 - ◆ 1.2、业务矩阵：聚焦高空车租赁，辅以建筑支护及地下维修工程业务
 - ◆ 1.3、财务分析：高杠杆转向高周转，轻资产转型优化现金流
 - ◆ 1.4、同业财务对比：盈利能力与存货周转能力居于行业前列
- ◆ 2、行业分析：集中度提升仍有空间，产业需求持续增高
 - ◆ 2.1、传统/轻资产单车盈利模型解构
 - ◆ 2.2、淡化地产周期影响，渗透率提升仍有空间
 - ◆ 2.3、供给：格局优化有迹可循，集中度提升大势所趋
- ◆ 3、前瞻布局算力租赁，卡位杭州本地算力需求
 - ◆ 3.1、需求端：大模型多点开花，算力需求持续高增
 - ◆ 3.2、供给端：高端AI芯片仍依赖海外，国内高端算力稀缺
 - ◆ 3.3、前瞻布局算力租赁，多维竞争优势助力开拓
 - ◆ 3.4、高盈利+优现金流，业绩兑现正可期
- ◆ 4、海南国资入主多重赋能，多品类布局+轻资产转型再拓成长
 - ◆ 4.1、大力拓展多品类租赁、低空业务
 - ◆ 4.2、海南国资入驻，享多维发展红利
 - ◆ 4.3、轻资产转型加速扩规模，数字化建设赋能渠道运营
- ◆ 5、股价复盘与盈利预测
 - ◆ 5.1、股价复盘
 - ◆ 5.2、盈利预测
- ◆ 6、风险提示

- ◆ **高空车租金价格不及预期。**若租金价格出现超预期下滑，则可能导致公司业绩下滑。
- ◆ **高空车保有量增长不及预期。**高空车保有量增长为公司主业成长性的重要来源，若后续保有量扩张不及预期则可能对公司业绩造成不利影响。
- ◆ **算力租赁需求增长不及预期。**若算力租赁需求增长不及预期，则可能导致公司业绩增速下滑。
- ◆ **美国对华芯片制裁超预期。**若美国对我国芯片出口制裁进一步加剧，则可能导致公司算力租赁业务开展受限。
- ◆ **宏观经济恢复不及预期。**高空车下游需求较分散，与宏观景气度关联度较大，若后续宏观经济恢复不及预期，或造成公司出租率/租金价格下滑，从而对业绩造成不利影响。
- ◆ **行业竞争加剧风险。**若行业竞争加剧，或导致公司业绩下滑。
- ◆ **行业政策变动风险。**若行业政策出现变动，则可能影响公司业务开展，进而导致公司业绩下滑。

盈利预测表

证券代码: 603300

股价: 12.83

投资评级: 买入(首次覆盖)

日期: 20250307

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	242	263	57	12	营业收入	4444	5241	6783	9498	每股指标				
应收款项	3588	4370	5606	7857	营业成本	2377	3093	3950	5528	EPS	0.42	0.32	0.46	0.68
存货净额	22	23	15	17	营业税金及附加	15	21	27	38	BVPS	2.82	3.14	3.58	4.23
其他流动资产	385	454	543	701	销售费用	398	472	610	855	估值				
流动资产合计	4237	5111	6221	8587	管理费用	179	262	339	475	P/E	15.2	39.9	27.6	18.7
固定资产	3849	4214	4251	4253	财务费用	488	443	477	546	P/B	2.3	4.1	3.6	3.0
在建工程	7	7	7	7	其他费用/(-收入)	83	105	136	190	P/S	2.8	4.8	3.7	2.7
无形资产及其他	10297	12340	14343	16346	营业利润	981	785	1159	1804	财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	831	841	851	861	营业外净收支	-4	0	0	0	盈利能力				
资产总计	19221	22512	25673	30054	利润总额	976	785	1159	1804	ROE	14%	10%	13%	16%
短期借款	919	1019	1119	1219	所得税费用	136	110	162	253	毛利率	47%	41%	42%	42%
应付款项	1146	1718	2194	3071	净利润	840	675	997	1552	期间费率	24%	22%	21%	20%
合同负债	60	79	102	152	少数股东损益	39	40	80	202	销售净利率	18%	12%	14%	14%
其他流动负债	3416	3870	4183	4758	归属于母公司净利润	801	634	917	1350	成长能力				
流动负债合计	5540	6686	7599	9200	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	收入增长率	36%	18%	29%	40%
长期借款及应付债券	789	1289	1589	1889	经营活动现金流	1945	2672	2435	2685	利润增长率	25%	-21%	45%	47%
其他长期负债	7229	8167	9167	10167	净利润	801	634	917	1350	营运能力				
长期负债合计	8018	9456	10756	12056	少数股东损益	39	40	80	202	总资产周转率	0.26	0.25	0.28	0.34
负债合计	13558	16142	18355	21256	折旧摊销	1405	1442	1470	1505	应收账款周转率	1.41	1.34	1.38	1.44
股本	1961	1971	1971	1971	公允价值变动	-156	0	0	0	存货周转率	104.07	136.23	208.88	349.50
股东权益	5663	6371	7318	8797	营运资金变动	-764	42	-594	-979	偿债能力				
负债和股东权益总计	19221	22512	25673	30054	投资活动现金流	-551	-3838	-3515	-3512	资产负债率	71%	72%	71%	71%
					资本支出	-535	-3788	-3487	-3485	流动比	0.76	0.76	0.82	0.93
					长期投资	-16	-30	-30	-30	速动比	0.71	0.71	0.77	0.88
					其他	0	-19	2	3					
					筹资活动现金流	-1446	1188	872	783					
					债务融资	511	1590	1400	1400					
					权益融资	118	68	0	0					
					其它	-2075	-470	-528	-617					
					现金净增加额	-52	22	-207	-45					

建材&建筑小组介绍

张艺露，建材建筑行业首席分析师，3年建材建筑、2年钢铁煤炭及中小盘卖方研究经验，香港科技大学硕士、北京理工大学本科，曾就职于华泰证券，曾获2022年机构投资者·财新行业最佳分析师团队建筑材料第二名，2021年建筑材料第一名、基础设施建筑与工程第一名。

分析师承诺

张艺露，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 建材建筑研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597