

康力电梯(002367)

深度报告

# 中国自主品牌电梯龙头，规模效应有望提升盈利能力

## ——康力电梯深度报告

行业公司研究——机械设备行业——证券研究报告

### 投资要点

**中国电梯自主品牌龙头；国际电梯巨头市值近 2000 亿元，公司成长潜力大**

康力电梯整梯业务占比超 80%，2019 年电梯销量近 3 万台，国内市占率约 3%。国际电梯行业较为集中，2019 年奥的斯、迅达、蒂森克虏伯、通力、三菱和日立六大国际品牌占全球市场份额超 70%。通力、迅达、奥的斯市值均在 2000 亿元人民币左右。中国市场外资品牌仍占有较大份额，通力、三菱、日立在国内的销售额分别为 220 亿元、200 亿元、180 亿元，三家国内合计占比超 30%。公司规模近 40 亿，尚存较大提升空间。

**2025 年中国电梯市场有望超 3000 亿元，CAGR 11%；维保后市场潜力大**

1) **地产、轨交支撑我国电梯业未来持续高速发展。**截至目前，各城市远期规划（到 2035 年）轨道交通里程总计超 3.5 万公里，预计 2020-2022 年我国城轨新增里程约 4500 公里，将为电梯市场带来 225-240 亿元市场空间。

2) **存量市场更新替换需求将快速增长。**电梯通常 10 年大修，15 年大换。国内在役电梯使用时长在 10 年以上的占比高达 19.3%，这部分电梯即将进入报废年限。根据测算，2025 年电梯更新需求量将超过 30 万台，更换占比超 20%。

3) **2025 年中国电梯市场规模有望超 3000 亿元，CAGR 为 11%。**目前中国电梯市场总规模近 2000 亿元。我们预测 2025 年国内整梯销量有望突破 150 万台，年均增长 9%；维保后市场未来五年将维持双位数增长，到 2025 年接近千亿规模。

**康力电梯：市占率及盈利能力有望持续提升**

1) **2025 年公司国内整梯市场份额有望提升至 5% 以上。**公司产品系列规格齐全，掌握核心控制柜技术，60% 核心零部件自主制造，成本优势明显，且具有非标设计能力，能够灵活地满足用户的各种需求，为规模扩张奠定基础。凭借技术、成本、运营灵活等优势，预计 2025 年公司中国整梯市场份额有望提升至 5% 以上。

2) **2025 年公司净利率有望提升至 15%。**通力、迅达在国内净利率可达 20%。截至 2020H1，公司在手订单为 69.7 亿元，相比 2019 年底增长 10.5%。2019 年公司净利率仅为 7%，随着订单量持续增多，规模效应凸显，2020 年前三季度净利率大幅提升至 12%，预计 2025 年有望提升至 15%。

### 盈利预测与估值

预计公司 2020~2022 年净利润为 4.3、5.5、6.6 亿元，同比增长 73%、27%、20%；PE 为 18/15/12 倍。国际电梯龙头 PE 估值在 30 倍以上，公司为自主品牌电梯龙头，成长性好，给予 2021 年 25 倍 PE，目标市值 138 亿元，“买入”评级。

### 风险提示

地产基建投资低于预期；钢材价格大幅上涨；电梯安全事故。

### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	3663	4089	4667	5284
(+/-)	18%	12%	14%	13%
净利润	252	434	552	663
(+/-)	1518%	73%	27%	20%
每股收益(元)	0.32	0.54	0.69	0.83
P/E	32	18	15	12
P/B	2.7	2.3	2.0	1.7
ROE	8.2%	13.4%	14.7%	15.2%

### 评级

上次评级	首次评级
当前价格	¥10.07

### 买入

### 单季度业绩

	元/股
3Q/2020	0.25
2Q/2020	0.20
1Q/2020	0.01
4Q/2019	0.06

### 公司简介

康力电梯为中国电梯自主品牌龙头。2025 年中国电梯市场有望超 3000 亿元，CAGR 11%。国际电梯巨头市值近 2000 亿元，大行业可以出大公司。公司市占率及盈利能力有望持续提升，成长潜力大。

分析师：邱世梁

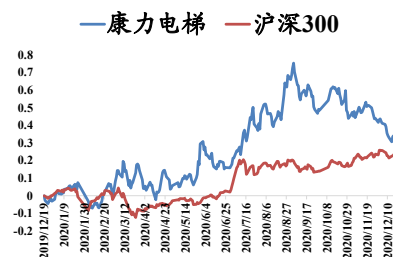
执业证书号：S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：潘贻立

执业证书号：S1230518080002  
panyili@stocke.com.cn



## 投资建议

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计电梯行业未来五年年均复合增速可达 11%；公司受益自主品牌崛起，市占率加速提升，预计公司 2020~2022 年收入分别为 41、47、53 亿元，同比增长 12%、14%、13%；归母净利润分别为 4.3、5.5、6.6 亿元，同比增长 73%、27%、20%；EPS 为 0.54/0.69/0.83 元，对应 PE 为 18/15/12 倍。

公司当前估值水平低于大部分国内其他自主品牌及国际电梯龙头（外资巨头 PE 估值在 30 倍以上）。国际电梯龙头 PE 估值在 30 倍以上，公司为自主品牌电梯龙头，成长性好，给予 2021 年 25 倍 PE，目标市值 138 亿元，“买入”评级。

### ● 关键假设

1) 基于宏观政策引导的长期市场需求，未来我国的房地产市场将健康稳定发展。2018、2019 年房地产开工面积高增长，增速分别为 17.2%、8.5%。假设明后年竣工交付正常，考虑 2020 年竣工面积基数低等因素，判断明后年房地产竣工面积增速分别为 10.3%、3.4%；房地产行业集中度不断提升，头部地产商将越来越倾向与自主品牌合作。

2) 新型城镇化进程下的商业繁荣和老龄化将带来大量电梯需求，同时存量市场也逐渐迎来大修期及更新替换需求。政府积极推进旧楼加装电梯项目，推动电梯需求进一步扩张。

3) 我国轨道交通建设将进一步提速，为电梯增量市场扩容。2020-2022 年我国城轨新增里程分别为 1200 公里、1500 公里、1800 公里，每 1.5 公里需 8 台扶梯，2 台直梯，将为电扶梯市场带来 225-240 亿元市场空间。

4) 康力大客户拓展顺利，2025 年实现国内市占率 5% 以上，未来市场份额持续提升。

5) 钢材价格保持平稳，半年涨幅不超过 17%。

### ● 我们与市场的观点的差异

**市场认为：**全球电梯行业发展节奏均已放缓，且受下游地产投资周期影响波动较大，行业竞争加剧，企业盈利能力较不稳定；外资品牌已经实现本土化，自主品牌不占地利优势；自主品牌在外资品牌存量较大的维保后市场不占优势，较难实现市占率的快速提升。

**我们认为：**国内电梯市场增量需求空间依然巨大，且正处于从外资合资品牌技术和认知优势逐渐弱化的行业转型阶段。康力作为国内电梯自主品牌代表，性价比高，技术和服务优势明显，品牌效应不断凸显，自主品牌加速替代将促进龙头的市占率提升。公司在手订单保障业绩有望实现持续高速增长。公司虽然在自主电梯企业中规模最大，但相比奥的斯等国际巨头，康力的成长空间依然可观。

### ● 催化因素

一线地产商大额订单；旧改及维保等产业政策突破；产业链并购外延。

### ● 风险提示

地产政策风险导致电梯需求下滑；钢材价格大幅上涨；电梯安全事故；公司市占率提升缓慢。

## 正文目录

<b>1. 电梯自主品牌龙头，发展前景广阔</b>	<b>6</b>
1.1. 专注电梯业务：连续 4 年跻身全球电梯品牌前列	6
1.2. 公司发展趋势良好，2019 年内生求变迎业绩拐点	6
1.3. 自主电梯品牌更具成长空间，公司发展潜力巨大	7
<b>2. 国内电梯整机市场有望维持较高增速，维保后市场潜力巨大</b>	<b>10</b>
2.1. 国内行业增速高于全球，未来仍将是电梯需求最旺盛的市场	10
2.1.1. 国内电梯行业增速高于全球	10
2.1.2. 我国电梯人均保有量仍有提升空间，电梯需求持续旺盛	11
2.2. 城镇化+旧改+轨交，支撑我国电梯行业未来持续高速发展	12
2.2.1. 房地产投资推动电梯新增市场需求扩张	12
2.2.2. 城镇化发展继续为新梯市场扩容	13
2.2.3. 老旧小区改造更新为电梯市场提供新需求	14
2.2.4. 城市轨道交通建设拉动电梯需求	15
2.3. 存量市场迎来大修期，更新替换需求将快速增长	16
2.4. 2025 年国内电梯市场规模有望超 3000 亿元，CAGR 为 11%	17
2.4.1. 2025 年国内整梯销量有望超 150 万台，年均增速为 9%	17
2.4.2. 2025 年国内电梯市场总规模有望超 3000 亿元，后市场将占三成	18
<b>3. 产品齐全+质量过硬+技术先进+营销灵活，公司市占率有望持续提升</b>	<b>20</b>
3.1. 产线覆盖从高端到低端的各类产品，规模扩张优势明显	20
3.2. “七个质量”+ SSQS 全面质量管理模式	20
3.3. 掌握核心技术，具有非标设计能力	21
3.4. 渠道运营灵活性领先同业，地产客户集采驱动规模增长	22
3.5. 受益城轨建设投资：扶梯业务明后年业绩有望加速放量	24
3.6. 整梯市场份额有望加速提升，后市场业务潜力巨大	24
<b>4. 规模效应逐步显现，2025 年净利率有望提升至 15%</b>	<b>25</b>
<b>5. 盈利预测与投资建议</b>	<b>26</b>
5.1. 盈利预测与估值	26
5.2. 核心风险	28

## 图表目录

图 1: 康力电梯在国产品牌电梯中排名第一 .....	6
图 2: 康力电梯股权集中度较高 .....	6
图 3: 康力 2020H1 电扶梯业务占比 81% .....	6
图 4: 康力 2010-2019 年营收 CAGR 达 14.4% .....	7
图 5: 康力 2019 年归母净利润开始好转 .....	7
图 6: 2019 年六大国外知名品牌全球占比达 76% .....	7
图 7: 2019 年国际前四大品牌收入及净利润水平 .....	7
图 8: 自主电梯企业盈利能力具有巨大提升空间 (2019 年) .....	9
图 9: 自主电梯企业规模与国际巨头差距较大 (2019 年) .....	9
图 10: 自主电梯企业成长能力较好 (近 5 年复合增长率) .....	10
图 11: 自主电梯企业研发力度大, 研发支出占收入比例领先 .....	10
图 12: 2017 年全球电梯产量达 113.1 万台 .....	10
图 13: 我国电梯产量年均复合增长率 11.6%, 2019 年实现快速增长 .....	11
图 14: 中国电梯保有量持续增加 .....	11
图 15: 中国电梯在全球保有量中的占比逐步提升 .....	12
图 16: 2018 年各国人均电梯保有量 (台/千人) .....	12
图 17: 电梯销量增速和房地产开发投资增速相关性较高 .....	12
图 18: 2018 年后新开工房屋面积增速回暖 .....	13
图 19: 本轮地产周期竣工房屋面积增长滞后于新开工面积三年 .....	13
图 20: 我国城镇常住人口城镇化率稳步提升 .....	13
图 21: 中国电梯配置比例不断提升 .....	14
图 22: 2019 年地铁新增运营里程快速增长带动城轨创新高 .....	15
图 23: 2022 年我国城轨累计里程有望超过 1.2 万公里 .....	16
图 24: 中国保有电梯使用时长结构 .....	16
图 25: 电梯更新需求预测 .....	17
图 26: 2020-2025 年电梯整体销量年均复合增速有望达 9% .....	18
图 27: 康力电梯主要产品一览 .....	20
图 28: 公司拥有完善的自主核心部件产业链 .....	20
图 29: 严格把控整个电梯的生产制造过程 .....	20
图 30: 康力电梯 EOS 电梯工业互联网平台 .....	21
图 31: 天门山电梯创下 6 个“世界之最” .....	22
图 32: 房地产行业趋于集中 .....	23
图 33: 康力电梯连续 8 年蝉联地产 500 强首选国内供应商 (电梯类) .....	23
图 34: 2025 年公司国内市场份额有望提升至 5% .....	25
图 35: 国际巨头后市场业务占比高于国内公司 .....	25
图 36: 康力电梯后市场收入占比呈上升趋势 .....	25
图 37: 2011-2019 年公司在手订单金额年均增长 16.3% .....	26
图 38: 2025 年归母净利率有望提升至 15% .....	26
图 39: 公司直梯均价呈缓慢下降趋势, 扶梯均价呈上涨趋势 .....	26
图 40: 2020 年钢价格指数呈上涨趋势 .....	28
表 1: 主要外资合资品牌及内资自主品牌电梯 .....	8

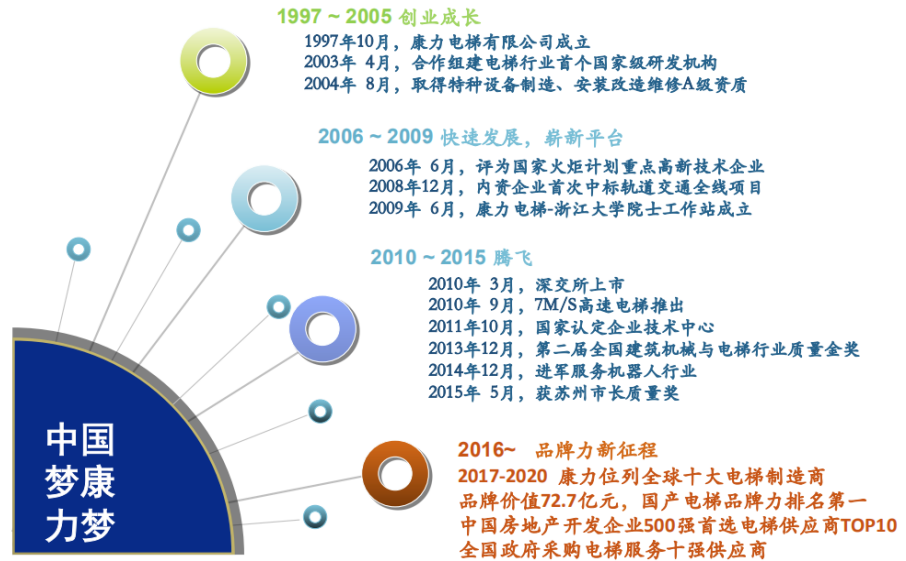
表 2: 外资品牌与自主品牌各有优劣 .....	9
表 3: 中国旧楼加装电梯政策梳理 .....	14
表 4: 房地产竣工面积增速预测 .....	17
表 5: 预计 2025 年国内整梯销量有望超 150 万台 .....	18
表 6: 2025 年国内电梯市场总规模有望超 3000 亿元 .....	19
表 7: 康力电梯的各项自主技术已处于行业领先地位 .....	22
表 8: 2019 年轨道交通电扶梯设备项目中招标情况 .....	24
表 9: 康力电梯收入拆分预测 .....	27
表 10: 公司与同业可比公司的盈利估值比较 (亿元人民币) .....	28
表 11: 钢材价格敏感性分析 .....	29
表附录: 三大报表预测值 .....	30

## 1. 电梯自主品牌龙头，发展前景广阔

### 1.1. 专注电梯业务：连续 4 年跻身全球电梯品牌前列

公司为中国自主品牌电梯龙头，是中国电梯业第一家上市企业，主要从事电梯、扶梯及关键零部件的研发、生产、销售、安装和维护业务。公司电扶梯技术国内领先，具有完整自主知识产权，2017-2020 连续 4 年跻身“全球十大电梯制造商 TOP10”。

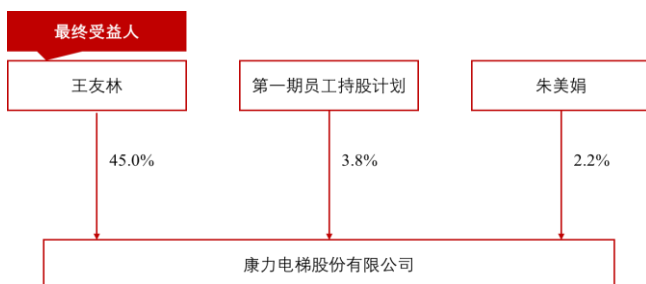
图 1：康力电梯在国产品牌电梯中排名第一



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

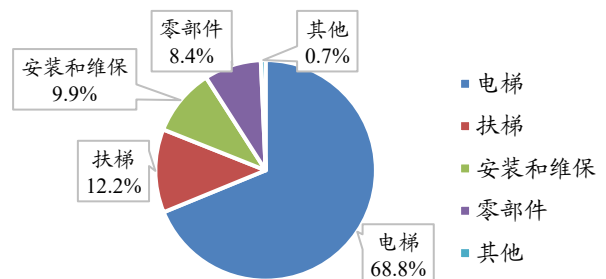
公司以电梯整机生产为主，股权集中度较高。2020 年上半年电梯、扶梯分别实现收入 12.1 亿元、2.2 亿元，占营业总收入 68.8%、12.2%；零部件业务实现收入 1.5 亿元，占比 8.4%。公司控股股东及实际控制人为王友林先生，持有公司约 45%股份，其妻子朱美娟持有公司 2.2%股份，公司员工通过第一期员工持股计划持有公司 3.8%股份。

图 2：康力电梯股权集中度较高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：康力 2020H1 电扶梯业务占比 81%



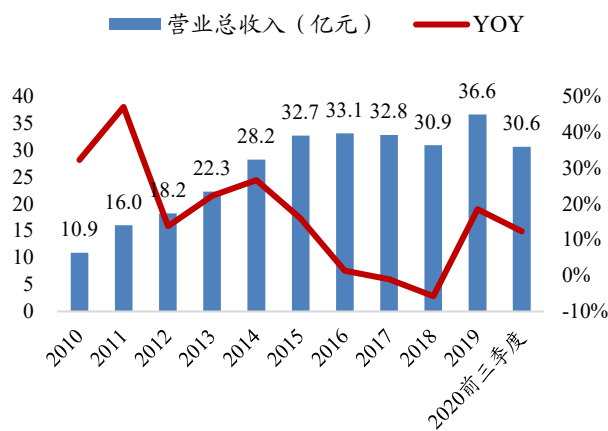
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.2. 公司发展趋势良好，2019 年内生求变迎业绩拐点

2019年公司营收、利润增速均由负转正，内生求变带来业绩拐点。2010-2019年公司营收由10.9亿元增长至36.6亿元，年均复合增长率为14.4%。2017年、2018年营收负增长系房地产开发速度及竣工节奏放缓，去产能大背景下钢价格指数上升所致。2019年外部环境及原材料价格企稳，公司寻求内部突破，坚定推进营销管理体系变革，增强分公司经营意识，全年有效订单较同期增加，产能利用率提高，营收增速由负转正，同比增长18.5%，归母净利润同比增长1518.3%。

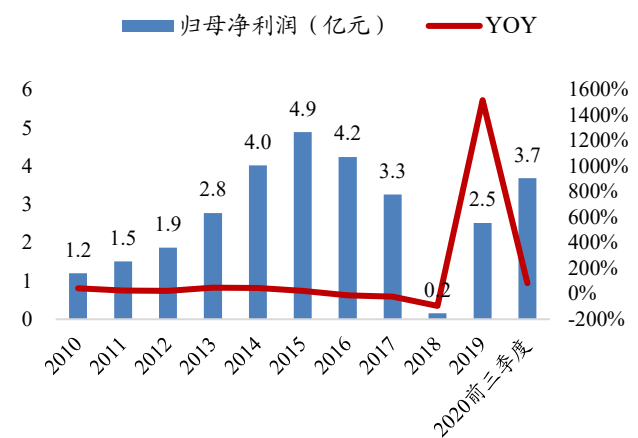
疫情期间公司业绩表现依旧亮眼。2020年疫情爆发，公司严控成本费用，收效良好，业绩表现依旧亮眼。前三季度实现收入30.6亿元，同比增长12.4%；实现归母净利润3.7亿元，同比增长82.9%。随着下游景气度不断提升，公司业绩有望实现进一步突破。

图4：康力2010-2019年营收CAGR达14.4%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5：康力2019年归母净利润开始好转

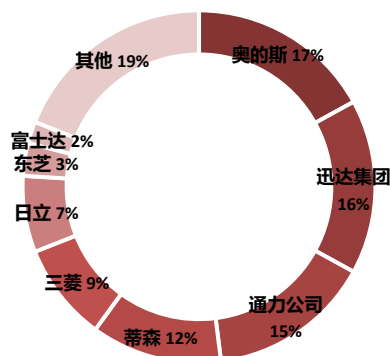


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.3. 自主电梯品牌更具成长空间，公司发展潜力巨大

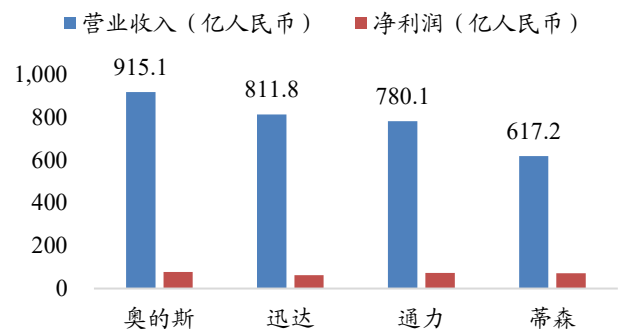
六大巨头瓜分国际市场，国内自主品牌快速崛起。国际电梯知名品牌的主要代表有美国奥的斯、瑞士迅达、德国蒂森克虏伯、芬兰通力、日本三菱和日立等六大品牌，2019年占全球市场份额比重高达76%，且均已在中国设有合资公司或全资子公司。内资自主品牌有康力、广日、西奥等。目前外资品牌在国内市场仍占有较大份额，但自主品牌崛起势头强劲，中长期有望实现赶超。

图6：2019年六大国外知名品牌全球占比达76%



资料来源：各公司年报，浙商证券研究所

图7：2019年国际前四大品牌收入及净利润水平



资料来源：各公司年报，浙商证券研究所

**表 1：主要外资合资品牌及内资自主品牌电梯**

外资及合资品牌电梯	
<b>奥的斯电梯</b>	奥的斯电梯总部设立于美国，拥有 160 多年的历史，是世界上最大的电梯制造商之一，其产品运行在全球 200 多个国家和地区。在中国的总部设立于上海，奥的斯电梯（中国）投资有限公司在天津、北京、上海、广州等地设有多家合资企业。
<b>通力电梯</b>	通力电梯成立于 1910 年，是世界上最大的电梯公司之一，总部设立于芬兰。通力电梯业务覆盖全球 60 多个国家和地区。在昆山设立了其全球规模最大的生产及研发基地；在湖州，通力收购本土企业巨人电梯，后更名并发展为“巨人通力”子品牌。
<b>日立电梯</b>	日立电梯（中国）有限公司由日立与广州广日集团共同出资设立，是中国华南地区最大的电梯生产企业之一，总部设立于广州。其在全国设立了多家分支机构，是集产品研发、制造、销售、进出口贸易、安装、维修和保养服务于一体的电梯整机制造企业。
<b>三菱电梯</b>	上海三菱电梯有限公司由日本三菱电机株式会社与上海机电股份有限公司、中国机械进出口（集团）有限公司等公司合资设立，目前已经成为全球最大的电梯整机制造企业之一。
<b>蒂森克虏伯电梯</b>	蒂森克虏伯集团总部位于德国，电梯产品包括客用及货用电梯、自动扶梯、自动人行步道、旅客登机桥、座椅电梯及升降平台等。
<b>迅达电梯</b>	1874 年成立于瑞士，在欧洲、巴西、美国、中国和印度设有五大生产基地。1980 年进入中国，设立迅达（中国）电梯有限公司，是业内领先的电梯、自动扶梯、自动人行道及相关服务的供应商。
内资自主品牌电梯	
<b>康力电梯 (002367)</b>	成立于 1997 年，是一家集设计、开发、制造、销售、安装和维保于一体的现代化专业电梯企业。2010 年成功在深交所上市。2019 年度营业收入为 36.6 亿元。
<b>广日股份 (600894)</b>	公司前身为 1989 年成立的广州电梯企业集团公司，是国内电梯制造历史最悠久的企业之一。日立电梯为其联营公司，为日立电梯提供零部件，2020H1 电梯零部件收入 13.6 亿元，占比 46%，整梯制造收入 7.2 亿元，占比 24%。
<b>远大智能 (002689)</b>	成立于 2001 年，是集电梯整机产品的研发、设计、生产、销售、安装及售后服务为一体的专业电梯制造企业。2012 年在深交所上市。2019 年度营业收入为 8.1 亿元。
<b>梅轮电梯 (603321)</b>	浙江梅轮电梯股份有限公司成立于 2000 年 5 月 23 日，公司主要从事电梯、自动扶梯、自动人行道及相关配套产品的研发设计、制造、销售、安装、改造和维保服务。
<b>快意电梯 (002774)</b>	公司自 1998 年成立至今一直从事电梯、自动扶梯和自动人行道的研发设计、制造、销售及产品的安装、改造和维保服务。公司主要产品包括乘客电梯、载货电梯、自动扶梯和自动人行道等。
<b>西奥电梯</b>	杭州西奥电梯有限公司在 2004 年成立于中国杭州，是一家集电梯整机研发、设计、生产、销售、安装及售后维保为一体的现代化综合型电梯服务制造商。目前，杭州西奥电梯拥有九大系列、二十余种梯型产品，实行“西奥”、“优耐德”、“速捷”电梯多品牌战略，部分业务已覆盖全球 70 余个国家和地区。

资料来源：中国电梯协会，国家统计局，公司官网、浙商证券研究所



内外资品牌各有优劣，国内行业格局加速优化。在中国市场，外资品牌逐渐分化：通力销量巨大，盈利能力强，在国内市场遥遥领先；其次为日立、三菱；奥的斯、迅达、蒂森的客户管理精细程度相对通力和日立较差，排名逐渐落后。自主品牌康力、广日、西奥凭借高性价比及营销政策灵活等优势，市场份额均有所提升，但品牌方面仍是劣势，随市占率不断提高，将打破现有竞争局面，国内行业格局将加速优化。

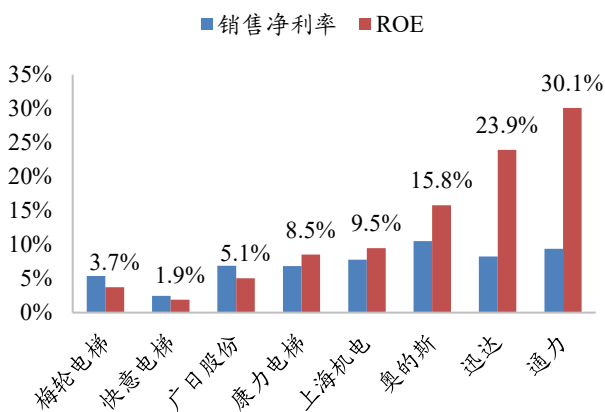
表 2：外资品牌与自主品牌各有优劣

	优势	劣势
外资品牌	具有品牌优势； 规模效应摊低成本； 维保服务高占比拉高净利率	售后维保费用高昂； 营销、服务等运营灵活性较差
自主品牌	性价比高； 营销政策灵活； 维保响应及时，价格低廉，配套服务体 验更好	品牌影响力较低； 规模效应差导致单梯成本较高

资料来源：浙商证券研究所整理

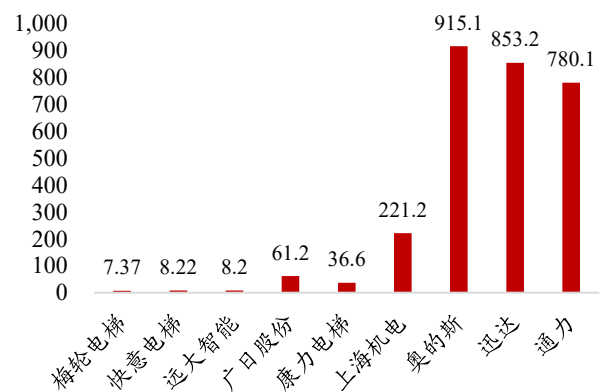
自主品牌更具成长空间。与国际电梯巨头相比，自主企业规模差距明显，净资产收益率较为落后，发展空间巨大。自主品牌尚处于快速发展阶段，康力电梯、广日股份近 5 年的年均复合增长率均超过 5%；研发支出占营业收入比例均超过 3%，技术赶超叠加国内市场繁荣，外资企业在维保期后维修价格贵、不及时等缺点将成为赶超突破口，品牌口碑和认可度将快速提高，自主品牌有望迎来历史发展机遇。

图 8：自主电梯企业盈利能力具有巨大提升空间（2019 年）



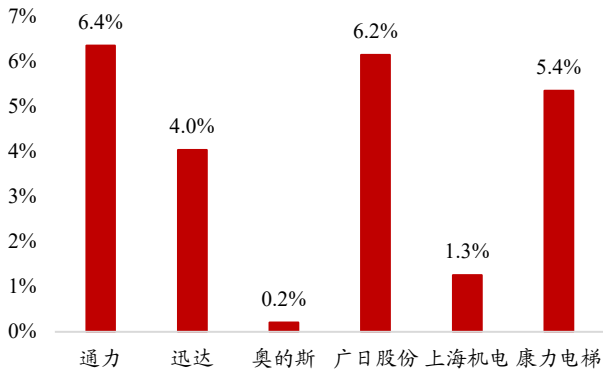
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：自主电梯企业规模与国际巨头差距较大（2019 年）



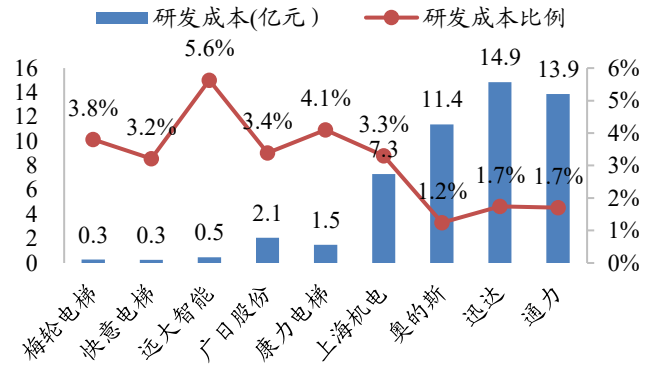
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10: 自主电梯企业成长能力较好 (近 5 年复合增长率)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 11: 自主电梯企业研发力度大, 研发支出占收入比例领先



资料来源: wind, 浙商证券研究所

**公司发展潜力巨大。**公司的成长潜力可以外资品牌在国内的表现作为参照。从规模来看, 外资品牌通力、三菱、日立在国内的销售额分别约 220 亿元、200 亿元、180 亿元, 远高于公司的 37 亿, 三家国内市场合计占比超 30%; 从盈利水平来看, 通力迅达在国内市场的净利率约 20%, 而 2019 年公司净利率仅为 7%。因此公司在规模及盈利能力方面存在较大提升空间, 发展潜力巨大。

综上所述, 公司作为国内自主电梯品牌龙头, 目前发展势头良好, 未来成长潜力巨大。下文将具体从行业规模、公司市占率及盈利水平三个维度来阐述公司潜力兑现的基本路径。

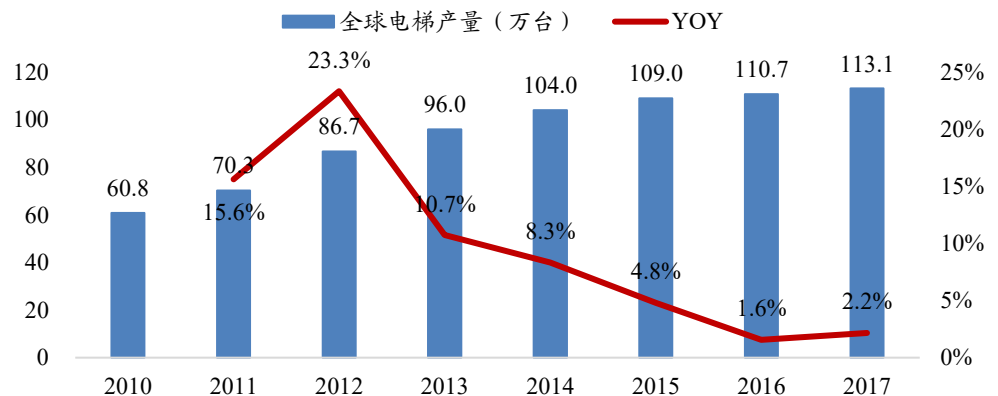
## 2. 国内电梯整机市场有望维持较高增速, 维保后市场潜力巨大

### 2.1. 国内行业增速高于全球, 未来仍将是电梯需求最旺盛的市场

#### 2.1.1. 国内电梯行业增速高于全球

近年来, 全球电梯产量保持增长, 从 2010 年的 61 万台增至 2017 年的 113 万台, 年均复合增长率达 9.3%。

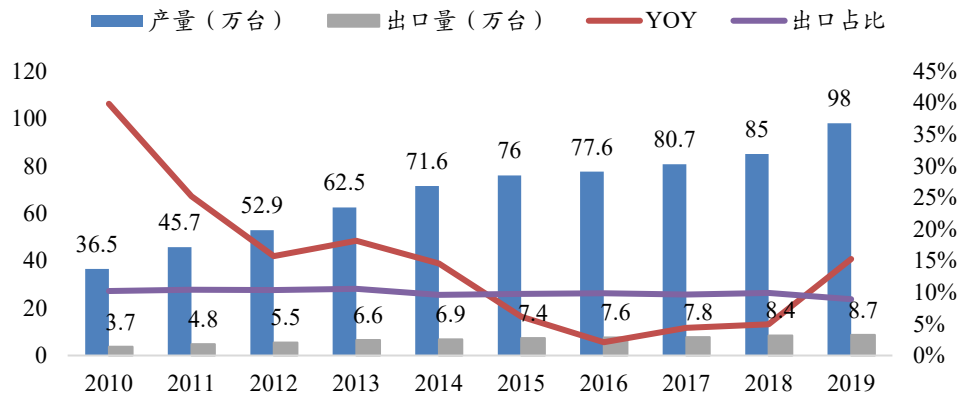
图 12: 2017 年全球电梯产量达 113.1 万台



资料来源: 森赫电梯招股说明书, 浙商证券研究所

我国为全球主要的新梯消费市场，电梯行业增速高于全球。当前全球 70% 的电梯生产于中国，60%-65% 的电梯在中国市场销售。国内电梯总产量从 2010 年 36.5 万台增至 2019 年 98 万台，年均复合增长率为 11.6%，其中出口量由 3.7 万台增至 8.7 万台，占比稳定在 10% 左右。2010 至 2017 年年均复合增长率为 12.0%，高于全球产量 9.3% 的复合增速。受益于房地产市场景气度提升，城镇化进程提速，旧楼加装电梯政策加码，2019 年我国电梯产量恢复双位数增长。预计 2020 年全球电梯产量在 120-150 万台之间，国内电梯产量在 103-126 万台，占全球产量比重有望超 80%。

图 13：我国电梯产量年均复合增长率 11.6%，2019 年实现快速增长



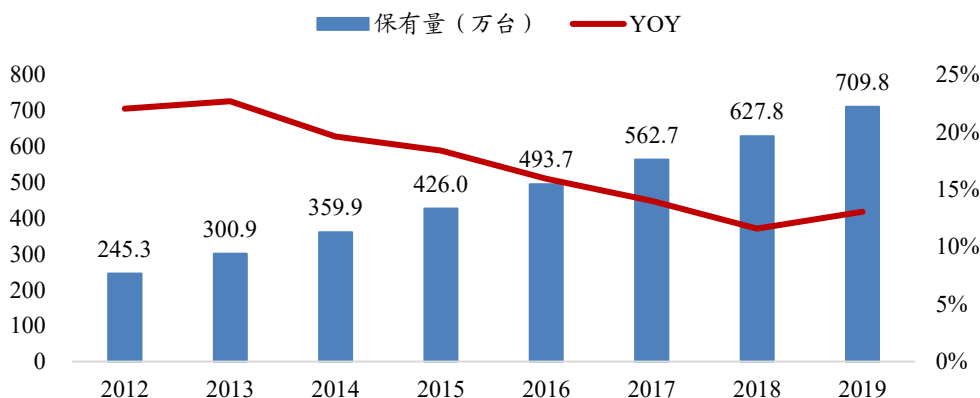
数据来源：Wind、浙商证券研究所

### 2.1.2. 我国电梯人均保有量仍有提升空间，电梯需求持续旺盛

我国电梯保有量持续增加，人均保有量仍具提升空间。我国电梯保有量从 2012 年 245 万台增至 2019 年 710 万台，年均增长率为 16.5%，目前已成为全球电梯保有量最大的国家，占到全球 45%，但人均保有量仍处于较低水平。截至 2018 年末，中国人均电梯保有量约 4 台/千人，为同期意大利的 1/4、韩国的 1/3、法国的 1/2。2020 年底我国电梯保有量有望突破 800 万台，将占到全球电梯保有量的 50%。

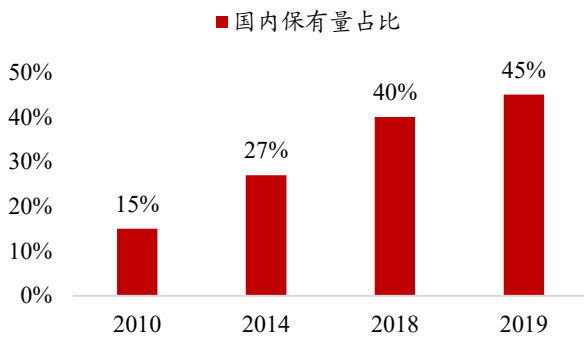
我国电梯需求仍将持续旺盛。欧美国家地广人稀，电梯利用较少，而我国人口密度大，更强调土地集约化利用，电梯需求度高，发展空间远未饱和。随着我国城镇化建设、轨交建设不断发展，未来我国仍将是全球电梯设备和相关服务需求最为旺盛的市场。

图 14：中国电梯保有量持续增加



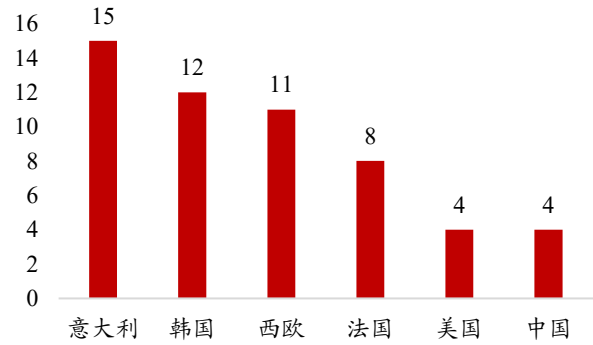
数据来源：Wind、浙商证券研究所

图 15: 中国电梯在全球保有量中的占比逐步提升



数据来源: Wind、公开资料整理、浙商证券研究所

图 16: 2018 年各国人均电梯保有量 (台/千人)



数据来源: KONE、浙商证券研究所

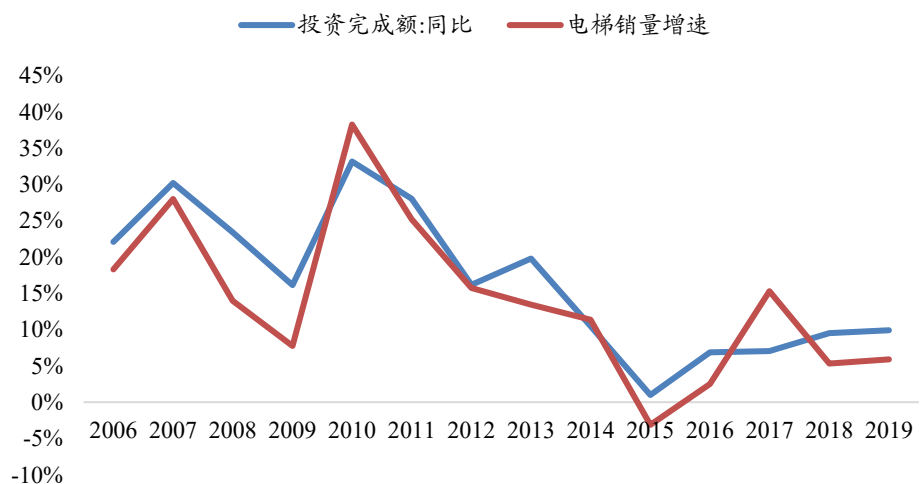
## 2.2. 城镇化+旧改+轨交, 支撑我国电梯行业未来持续高速发展

下游房地产市场、基础设施建设回暖将刺激电梯行业快速发展。2014-2017 年, 受政策调控等影响, 我国房地产市场增速趋缓, 电梯业发展受限; 2018 年后房地产行业景气度回升, 城镇化进程提速, 老旧小区改造及轨道交通、机场、人行天桥等城镇基础设施建设力度加大, 推动下游需求持续扩张, 电梯行业实现快速发展。

### 2.2.1. 房地产投资推动电梯新增市场需求扩张

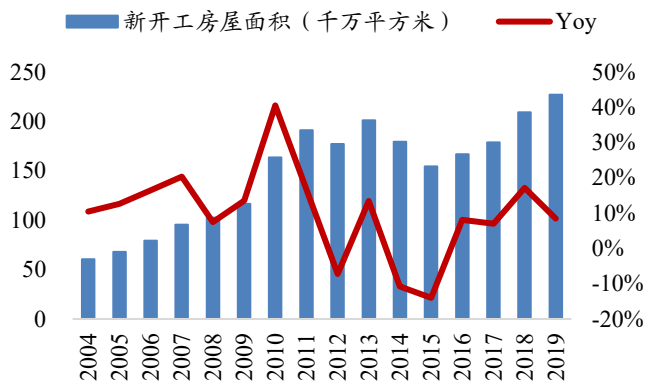
电梯销量增速与房地产开发投资增速具有较强的相关性。受宏观因素影响, 2015-2017 年我国房地产行业处于调整阶段, 投资增速分别为 1.0%、6.9%、7.0%, 处于较低位置, 新开工房屋面积较 2014 年并未增长。2018-2019 年地产投资增速回暖至 9.5%、9.9%, 新开工房屋面积恢复至 2013 年水平以上。本轮地产周期房屋竣工面积增长滞后于新开工面积三年, 在 2018 年达到拐点, 未来三年竣工面积将保持增长。长期来看, 房地产市场有望持续健康发展, 保持稳定增速, 为电梯新增市场需求的持续扩张提供动力。

图 17: 电梯销量增速和房地产开发投资增速相关性较高



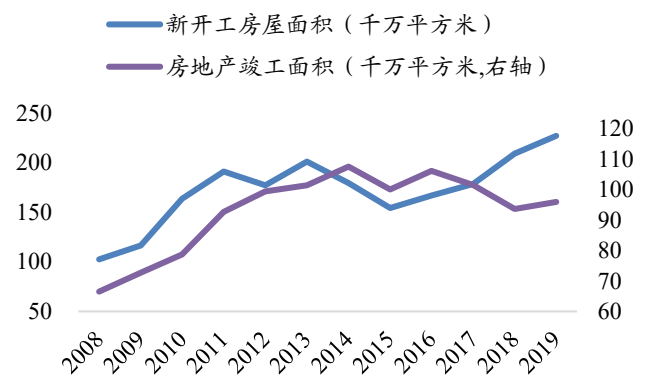
资料来源: 中国电梯协会, 国家统计局, 浙商证券研究所

图 18：2018 年后新开工房屋面积增速回暖



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 19：本轮地产周期竣工房屋面积增长滞后于新开工面积三年

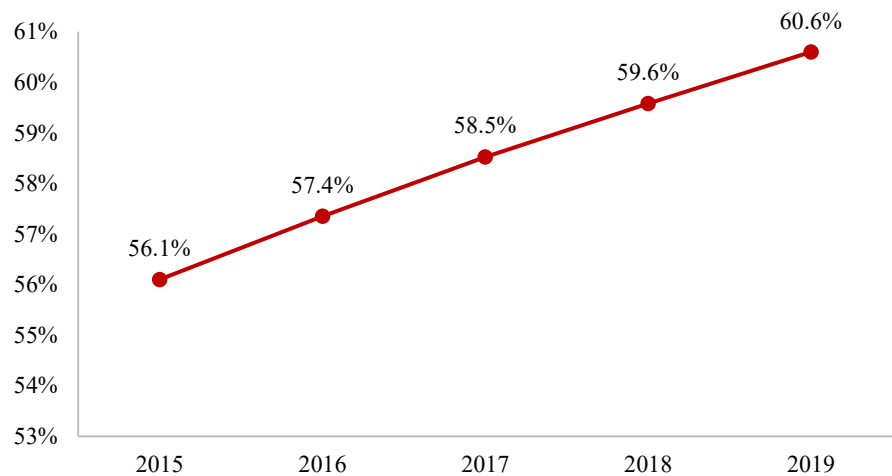


资料来源：wind，浙商证券研究所

### 2.2.2. 城镇化发展继续为新梯市场扩容

我国城镇化的空间依然较大。从城乡结构看，截至 2019 年末，我国城镇常住人口 84843 万人，比上年末增加 1706 万人，常住人口城镇化率为 60.6%，同比增长 1.0 个百分点，相较欧美发达国家平均 70%-80% 的城镇化率，我国城镇化的空间依然较大。

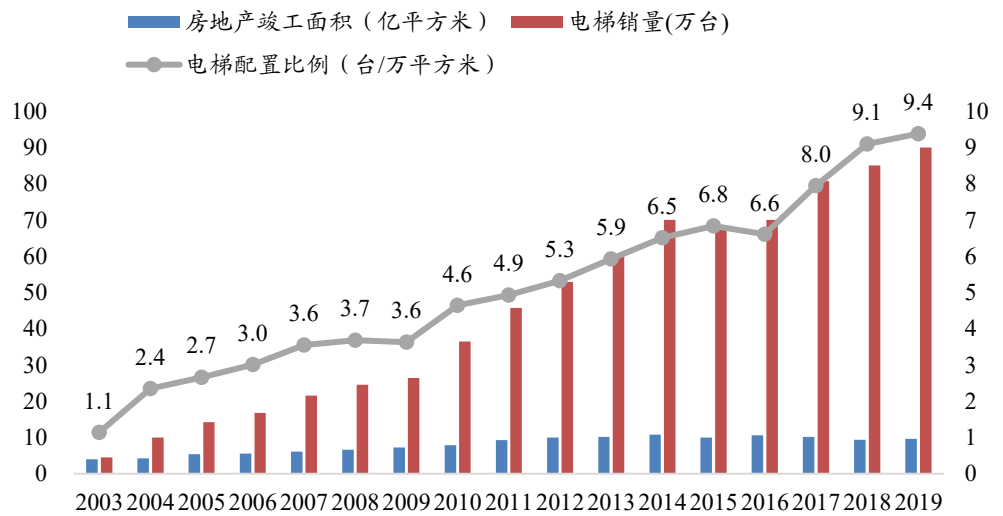
图 20：我国城镇常住人口城镇化率稳步提升



资料来源：wind，浙商证券研究所

**城镇化建设提升电梯配置比例。**新型城镇化下的商业繁荣带来了大量电梯需求，不考虑城轨、更新替换等因素，进行粗略估算，2003 年中国每万平方米（房地产竣工面积）约配置 1.1 台电梯，到 2019 年，电梯配置比例升至 9.4 台/每万平方米，约为 2003 年的 8.5 倍。预计未来这一比例将进一步提升，为电梯市场扩容。

图 21：中国电梯配置比例不断提升



资料来源：中国电梯行业商务年鉴 2019-2020，浙商证券研究所

### 2.2.3. 老旧小区改造更新为电梯市场提供新需求

旧楼电梯加装政策频发，各地补贴解除资金约束。旧楼加装电梯 2018、2019 年连续两年写入政府工作报告，各地纷纷出台补贴政策，助推旧楼电梯加装政策落地。目前各地加装电梯的补贴费用最高达 24 万元，最低 5 万元。此外，部分地区推出 BOT 租赁模式，由厂家负责增设电梯的建设费用及 15 年内的维护保养费用，业主每年支付 2,000 至 3,000 元，15 年租赁期满后，电梯所有权将移交给业主。多种模式结合解除了资金来源的制约。

表 3：中国旧楼加装电梯政策梳理

时间	政策/事件	相关内容
2015.10	《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》（住建部、财政部）	对于老旧电梯更新，要提高维修资金使用效率，发挥维修资金在保障住宅共用部位、共用设施设备维修、更新和改造中的积极作用。
2017.03	2017 年中国两会	建议政府对老旧小区加装电梯出台鼓励政策及指导意见。
2018.03	2018 年政府工作报告	提到要提高新型城镇化发展，有序推进“城中村”、老旧小区改造，完善配套设施，鼓励有条件的加装电梯。
2018.09	《关于进一步做好城市既有建筑保留利用和更新改造工作的通知》（住建部）	支持通过拓展地下空间、加装电梯、优化建筑结构等，提高既有建筑的适用性、实用性和舒适性。
2019.01	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》（发改委、工信部等十部委）	加快推进老旧小区和老年家庭适老化改造，有条件的地方可对老旧小区加装电梯。

2019.02	《关于在城乡人居环境建设和整治中开展美好环境与幸福生活共同缔造活动的指导意见》(住建部)	在城市社区,可在正在开展的老旧小区改造、生活垃圾分类等工作的基础上,解决老旧小区加装电梯和增加停车设施、建筑节能改造等问题。
2019.03	2019 年政府工作报告	要大力对城镇老旧小区进行改造提升,更新水电路气等配套设施,支持加装电梯。
2019.04	《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》(住建部、发改委、财政部)	全面推进城镇老旧小区改造,主要完成摸排全国城镇老旧小区基本情况、合理确定 2019 年改造计划等工作。
2020.04	国务院常委会议	旧小区改造短期内可以快速带动投资增量,扩大内需,拉动消费,可以成为疫情过后拉动经济的新动能。

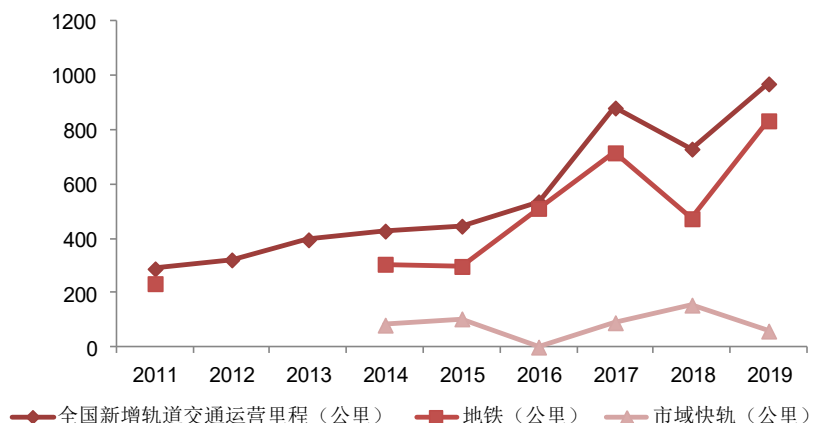
资料来源: 前瞻产业研究院、浙商证券研究所

**旧楼加装电梯需求在 200 万台以上。**据住建部等有关部门统计测算,全国 1980 年至 2000 年建成的老旧住宅约 80 亿平方米,70%以上城镇老年人口居住的老旧楼房无电梯。其中,上海超过 20 万栋建筑、广东省约 18 万栋建筑需加装电梯;北京共有 25 万栋老旧楼,达到老旧楼加装电梯标准的有 15 万栋,按每栋楼平均 4 个单元来算,需要加装 60 万台电梯。预计全国老旧楼需要加装电梯的数量在 200 万台以上。

#### 2.2.4. 城市轨道交通建设拉动电梯需求

**未来两年将迎来城轨建设高峰期。**截至 2019 年末,我国城市轨道交通运营总里程达 6,730.3 公里。2019 年我国完成新增城市轨道交通投资 9700 亿元,同比增长 77.3%;新增运营线路约 969 公里,其中新增地铁运营里程 832.72 公里,同比增长 76.2%。根据我们的不完全统计,2018 年 8 月到 2019 年国家发改委共批复 1764.6 公里城市轨道交通计划,预计未来 1-2 年将迎来城轨建设高峰期。

图 22: 2019 年地铁新增运营里程快速增长带动城轨创新高

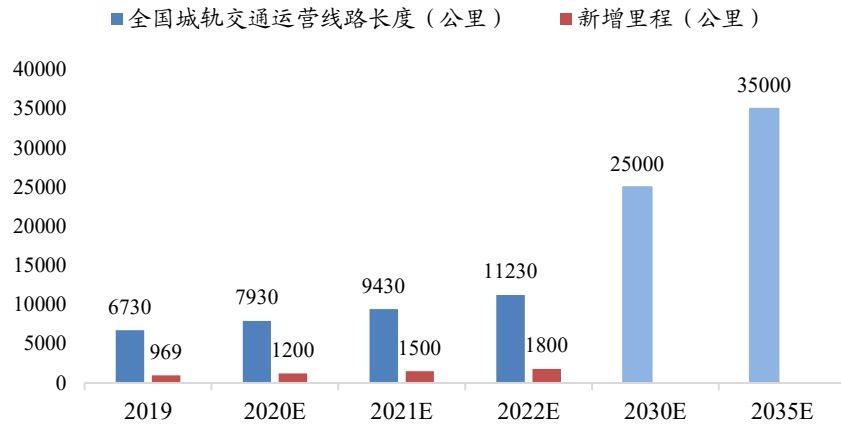


资料来源: 城市轨道交通协会、浙商证券研究所整理

**城轨建设将持续拉动电梯需求增长。**截至目前,各城市远期规划(到 2035 年)城市轨道交通里程总计超 3.5 万公里,其中地铁超 3 万公里,未来发展空间巨大。根据目前各城市轨交建设进程,预计 2020 年全国将新增城轨里程 1200 公里,其中新增地铁里程 1083

公里；预计 2021-2022 年我国城轨新增里程分别为 1500 公里、1800 公里。按照每 1.5 公里电扶梯价值 750-800 万元测算，2020-2022 年城轨交通将为电扶梯市场带来 225-240 亿元市场空间。

图 23：2022 年我国城轨累计里程有望超过 1.2 万公里

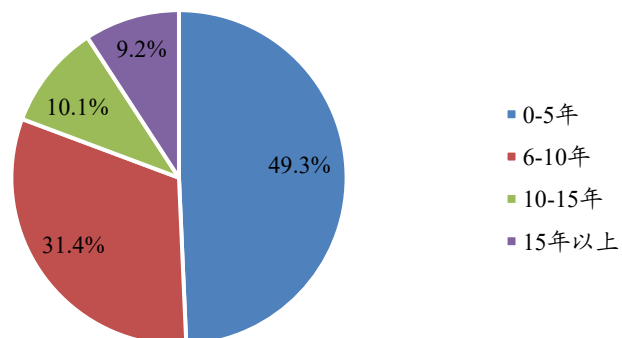


资料来源：互联网、浙商证券研究所预测

### 2.3. 存量市场迎来大修期，更新替换需求将快速增长

我国早期的电梯开始逐步进入更换区间，改造替换空间巨大。一般而言，电梯的使用年限在 10-15 年左右，一般 10 年进入大修、15 年进入大换阶段。目前我国正值第一批商品房建设后电梯大修及置换周期，老旧电梯数量激增。根据在役电梯使用时长结构来看，使用 10 年以上的电梯占比高达 19.3%，我国电梯改造更换市场空间巨大。

图 24：中国保有电梯使用时长结构

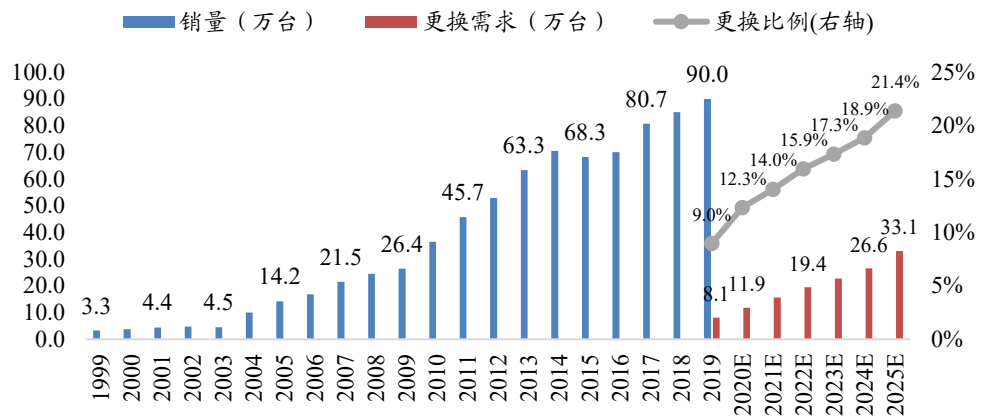


资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

国内电梯更新规模加速扩张，成为行业增长新动力。2019 年电梯更新量为 8 万台，更换占新梯总量比约为 9%。假设电梯设备使用年数为 14 年、15 年、16 年、17 年的比例分别为 15%、40%、30%、15%，可推算出 2025 年电梯更新需求市场规模将超过 30 万台，更换占比超 20%。预计未来电梯更换市场规模将加速增长，更换比例将持续提升。



图 25: 电梯更新需求预测



资料来源: Wind、浙商证券研究所预测

## 2.4. 2025 年国内电梯市场规模有望超 3000 亿元, CAGR 为 11%

### 2.4.1. 2025 年国内整梯销量有望超 150 万台, 年均增速为 9%

电梯行业整梯销量增速预测假设:

1) 行业需求分为新增需求及替换需求, 新增市场主要来源于房地产新增及城市轨道交通新增, 其他方面影响较小忽略不计, 替换需求包含所有领域需更换的电梯;

2) 房地产新增电梯量=房地产竣工面积\*新增电梯密度, 假设其中新增电梯密度年增速为 3%, 2019 年房地产新增电梯密度=(2019 年电梯保有量-2018 年电梯保有量-2019 年城轨新增电梯量)/2019 年房地产竣工面积;

3) 房地产竣工面积增速依据开工面积增速进行假设: 根据 2.2.1 分析, 房地产竣工面积走势约迟滞开工面积三年, 且错开三年后竣工增速/开工增速比例系数多在 0.3-1 之间。2020 年 1-10 月份, 竣工面积累计同比-9.2%, 仅有 4.9 亿平方米, 但 2019 年 11、12 月份环比增速极高, 据此乐观假设 2020 年房地产竣工面积可达 2019 年水平, 为 9.6 亿平方米。基于 2020 年竣工面积基数低, 且明年很有可能迎来竣工潮, 2021 年、2022 年分别给予 0.6、0.4 的系数, 2023-2025 年假设房地产竣工面积增速分别为 2.5%、2.5%、3%。

表 4: 房地产竣工面积增速预测

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
开工面积增速	13.5%	40.6%	16.9%	-7.3%	13.5%	-10.7%	-14.0%	8.1%	7.0%	17.2%	8.5%
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
竣工面积增速	7.3%	2.0%	6.0%	-7.0%	6.1%	-4.3%	-7.8%	2.5%	0.0%	10.3%	3.4%
开工面积增速/三年后竣工面积增速	0.5	0.0	0.4	1.0	0.5	0.4	0.6	0.3	0.0	0.6	0.4

资料来源: Wind、浙商证券研究所预测

4) 城轨新增电梯量=新增里程数\*每公里价值量/平均单台价格, 其中假设每 1.5 公里所需电梯量为 10 台 (8 台扶梯, 2 台直梯), 2023-2025 年新增里程增速为 15%。

5) 更新需求电梯量基于14年、15年、16年、17年前的销量预测,假设电梯设备使用14年、15年、16年、17年后更换的比例分别为15%、40%、30%、15%。

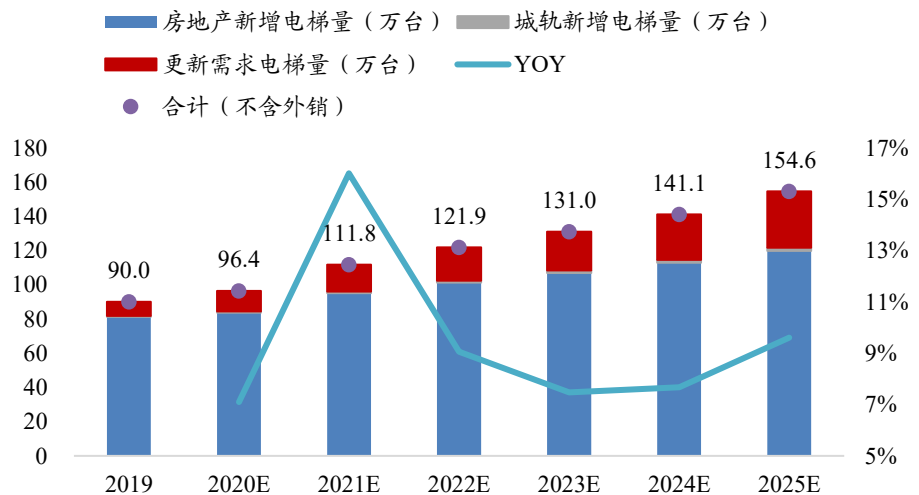
表5: 预计2025年国内整梯销量有望超150万台

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
房地产竣工面积(亿平方米)	9.6	9.6	10.6	10.9	11.2	11.5	11.8
YOY	2.5%	0.0%	10.3%	3.4%	2.5%	2.5%	3.0%
新增电梯密度(台/万平方米)	8.5	8.7	9.0	9.2	9.5	9.8	10.1
房地产新增电梯量(万台)	81.3	83.7	95.1	101.3	106.9	112.9	119.8
YOY		3.0%	13.6%	6.5%	5.6%	5.6%	6.1%
新增里程(公里)	969	1200	1500	1800	2070	2381	2738
YOY	32.9%	23.8%	25.0%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%
城轨新增电梯量(万台)	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8
YOY		23.8%	25.0%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%
更新需求电梯量(万台)	8.1	11.9	15.7	19.4	22.7	26.6	33.1
YOY		47.0%	32.3%	23.8%	16.9%	17.1%	24.2%
合计销量(万台)	90.0	96.4	111.8	121.9	131.0	141.1	154.6
YOY		7.1%	16.0%	9.1%	7.5%	7.7%	9.6%

资料来源: Wind、浙商证券研究所预测

根据预测,受房地产市场及更新替换需求拉动,2025年国内电梯整梯销量有望超150万台,年均增速可达9%。

图26: 2020-2025年电梯整体销量年均复合增速有望达9%



资料来源: Wind、浙商证券研究所预测

#### 2.4.2. 2025年国内电梯市场总规模有望超3000亿元,后市场将占三成

电梯市场总规模预测假设:

1) 电梯市场分为整梯市场及后期维保市场;

2) 整梯市场规模=电梯销量\*均价。电梯中扶梯与直梯、自主与国外品牌之间价格差距较大, 在此假设电梯均价为 15 万元;

3) 后期维保需求由常规保养、大额配件更换、大修、改造四个维度组成。每台电梯每年的常规保养费用为 4000 元, 大额配件更换不同梯龄价格不同, 大修、改造每台金额分别为 1 万元、14 万元。具体测算公式如下:

大额配件更换规模(亿元)=0~5 年电梯台量(万台)\*0.1\*0.15+6~10 年电梯台量(万台)\*0.3\*0.2+10~15 年电梯台量(万台)\*0.4\*0.5+15 年以上电梯台量(万台)\*0.5\*0.5;

大修规模(亿元)=10~15 年电梯台量(万台)\*0.1\*1+15 年以上电梯台量(万台)\*0.5\*1;

改造规模(亿元)=15 年以上电梯台量(万台)\*0.1\*14。

**表 6: 2025 年国内电梯市场总规模有望超 3000 亿元**

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
整梯销量(万台)	90.0	96.4	111.8	121.9	131.0	141.1	154.6
整梯市场规模(亿元)	<b>1350</b>	<b>1445</b>	<b>1677</b>	<b>1829</b>	<b>1965</b>	<b>2116</b>	<b>2319</b>
YOY		7.1%	16.0%	9.1%	7.5%	7.7%	9.6%
0-5 年电梯台量(万台)	349.9	368.3	396.6	430.1	473.3	505.8	542.9
6-10 年电梯台量(万台)	222.9	263.1	292.6	317.4	326.9	349.9	368.3
10-15 年电梯台量(万台)	84.3	97.7	123.9	153.6	185.6	222.9	263.1
15 年以上电梯台量(万台)	52.7	65.2	77.1	91.7	115.3	137.0	162.9
合计(万台)	709.8	794.2	890.3	992.8	1101.1	1215.6	1337.1
常规保养(亿元)	283.9	317.7	356.1	397.1	440.4	486.2	534.9
大额配件(亿元)	48.7	57.1	67.6	79.1	92.7	107.4	123.6
大修规模(亿元)	19.0	22.8	27.8	33.7	41.6	49.7	58.9
改造规模(亿元)	73.8	91.3	108.0	128.4	161.4	191.8	228.0
后市场规模合计(亿元)	<b>425.3</b>	<b>488.9</b>	<b>559.5</b>	<b>638.4</b>	<b>736.2</b>	<b>835.1</b>	<b>945.3</b>
YOY		14.9%	14.4%	14.1%	15.3%	13.4%	13.2%
市场总规模(亿元)	<b>1775.0</b>	<b>1934.4</b>	<b>2236.4</b>	<b>2467.2</b>	<b>2701.6</b>	<b>2951.3</b>	<b>3264.7</b>
YOY		9.0%	15.6%	10.3%	9.5%	9.2%	10.6%
后市场占比	<b>24.0%</b>	<b>25.3%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.9%</b>	<b>27.2%</b>	<b>28.3%</b>	<b>29.0%</b>

资料来源: Wind、浙商证券研究所预测

目前中国电梯市场总规模近 2000 亿元。根据预测, 2025 年国内电梯行业市场总规模有望超 3000 亿元, 年均增速达 10.7%。电梯行业后市场潜力巨大, 未来五年将维持双位数增长, 到 2025 年后市场规模有望接近千亿, 占到行业总规模三成, 中长期该比例将进一步提升。

### 3. 产品齐全+质量过硬+技术先进+营销灵活，公司市占率有望持续提升

#### 3.1. 产线覆盖从高端到低端的各类产品，规模扩张优势明显

公司产品包含电梯9大梯种、29个系列、168种规格；扶梯6大梯种、6个系列、64种规格；可满足城市轨道交通、航空港、高层商务楼、住宅楼、公建项目、铁路、商业综合体、旧房加装梯等电扶梯市场99%+的应用场景。公司产品线覆盖全面，基础健全，规模扩张优势明显。

图 27：康力电梯主要产品一览

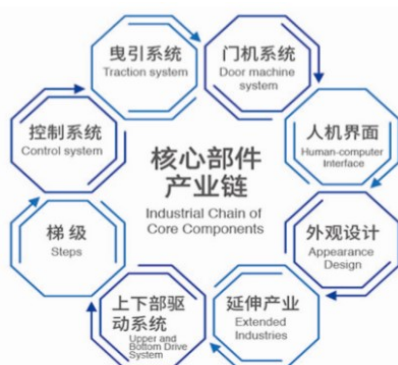


资料来源：公司官网、浙商证券研究所

#### 3.2. “七个质量”+SSQS 全面质量管理模式

通过把控整个制造过程和供应链，提高产品及服务质量。公司践行“七个质量”：内部提高“技术质量”、“制造质量”和“装箱发运质量”；代理商方面控制“合同质量”、“安装质量”、“安装过程沟通质量”和“维保质量”。公司的 SSQS 全面质量管理模式，集制造、安装、维保于一体，可实现从设计到维保的精益质量管理，目前公司产品质量已达到世界大部分国家和地区的采购标准。

图 28：公司拥有完善的自主核心部件产业链



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 29：严格把控整个电梯的生产制造过程



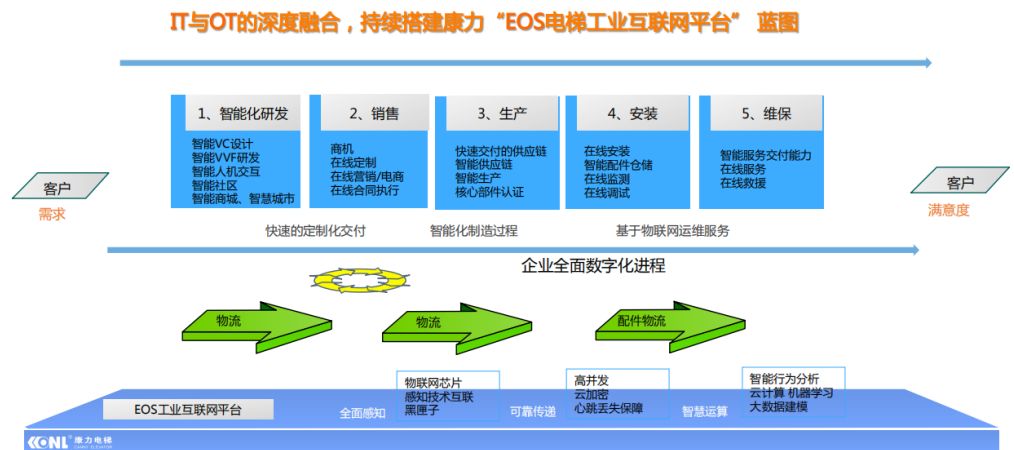
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

### 3.3. 掌握核心技术，具有非标设计能力

公司掌握控制柜核心技术，60%核心零部件自主制造。电梯更换理论上需要原厂授权，实际只受控制柜技术制约。外资企业一般会给控制柜加密码，部件运作需要和控制柜通讯，没有密码，企业可远程停电机，因此突破控制柜技术是抢占后市场份额的关键。目前公司已经具备更换别家控制柜的能力（有此能力的电梯企业在中国不超过8家），为后市场业务的扩张奠定基础。同时，公司60%的核心零部件自主制造，从2019年起提高控制柜的自供比例，为客户提供全生命周期价值服务的成本优势更加凸显。额外收益反哺产品研发将进一步完善自身部件配置和生产供应链，形成良性循环。

公司注重技术创新，提升产品竞争力。公司自主研发的EOS电梯工业互联网平台，控制系统内部集成，与工厂SAP系统相连，每台电梯的控制系统软件与订单合同的选配参数关联，提升了电梯控制柜的制造效率和质量，且为电梯的安全稳定运行提供了全方位的支持。此外VVVF驱动器，双层电梯，超高速电梯等技术产品正在研发，持续高研发投入将进一步提升公司竞争力。

图 30：康力电梯 EOS 电梯工业互联网平台



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

天门山电梯创下6个“世界之最”，公司具有较强的非标设计能力。2014年公司承担的天门山观光隧道自动扶梯项目建成，共计20台提升高度达30米的超高公交型自动扶梯、4台20米公交型自动扶梯，具有6000人/小时的超强输送能力，创造了当时行业六项“世界之最”：环境最险恶、工程最艰巨、施工难度最大、总提升高度最高、梯级运行总长度最长、最具创意。这种超强的非标设计能力，使得公司能够较好地适应非标市场，为公司规模扩张再添砝码。

图 31：天门山电梯创下 6 个“世界之最”



资料来源：互联网、浙商证券研究所

表 7：康力电梯的各项自主技术已处于行业领先地位

序号	技术名称	技术简称	应用领域	先进性
1	CompoBus/S 高速系统控制技术	采用 32 位微电脑作为主处理器，内部集成两路 CANBUS 总线控制器，大大增强了系统的可靠性及抗干扰性	D10C800 自动扶梯控制柜等控制装置	行业领先
2	终端减行程速度监控装置	利用独立的速度编码系统，及 CANBUS 总线控制技术，实时检测端站的电梯速度，保证超高速电梯在端站的安全	KLK2 VF 1600/6.0 超高速乘客电梯	行业领先
3	电梯新型轿厢技术	轿厢顶部采用 45 度双层锥面结构，可降低气流阻力，轿底采用夹层装置，各连接部件均采用避振降噪措施，称重装置采用霍尔检测元件，灵敏度高	KLK2 VF 1600/3.0 超高速乘客电梯	行业领先
4	扶梯双主机同步驱动	通过匹配使用高效率、高负载率主机，效率可达 95%，比常规主机提高效率约 10%，并有效降低能耗	KLT30-100 自动扶梯系列产品	行业领先
5	扶梯提升高度 10m 无中间支撑桁架技术	采用高效双曳引驱动技术，提升高度可达 10m，桁架中间不设中间支撑，其技术处与同行业领先地位	KLT 高速总线变频节能大高度重载型自动扶梯	行业领先
6	扶梯端部可滑移技术	扶梯的安装固定一端可选择滑动支承方式，允许伸缩缝伸缩量达 150mm，解决了现有建筑物存在伸缩缝时扶梯跨越的难题，可适应于有地震频发地区	KLT30-1000 自动扶梯，“隳秀”系列扶梯	行业领先

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

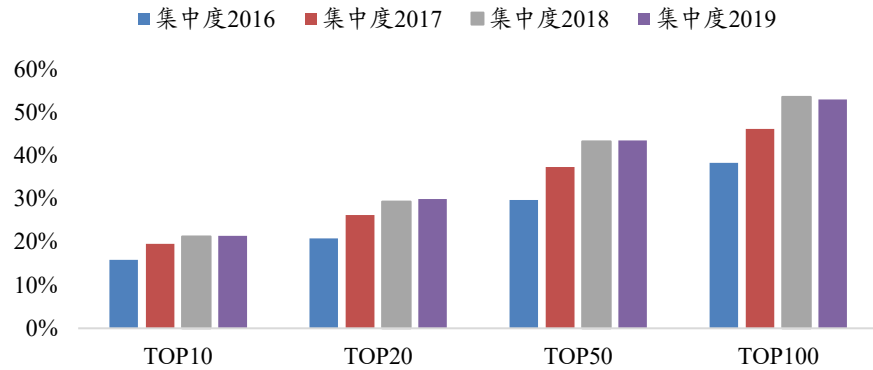
### 3.4. 渠道运营灵活性领先同业，地产客户集采驱动规模增长

**渠道运营灵活性领先同业。**中国自主品牌在代理商管理灵活性方面有先天优势。公司采用经销商分级政策，注重与经销商建立紧密、稳定、持续、相辅相成的合作关系，战略客户部会辅助经销商进行地产客户集采的投标及营销，大幅提高核心经销商的积极性，渠道运营灵活性领先同业。

**房地产行业集中度不断提升，头部电梯制造商最为受益。**房地产行业进一步集聚，

将加快电梯行业整合的进程，这对于具有核心竞争力和强大品牌形象的电梯企业十分有利，公司作为国内电梯制造商龙头将优先受益。

图 32：房地产行业趋于集中



资料来源：CRIC、浙商证券研究所

**公司持续渗透国内一线地产商项目。**随着自主电梯企业的崛起，更多一线地产公司开始积极接受自主电梯品牌。公司通过多种渠道与核心地产商建立联系，例如投资蓝光嘉宝物业，投资保利碧桂园合资基金，力求与大型地产商建立长期、常态、稳定化的合作关系。公司连续 8 年蝉联中国房地产 500 强国内企业首选供应名单（电梯类），2020 年首选率提升至 6%，市场认可度有所提高。凭借渠道运营灵活性优势，未来公司在一线地产商的项目中渗透率有望进一步提升，驱动规模持续增长。

图 33：康力电梯连续 8 年蝉联地产 500 强首选国内供应商（电梯类）

2018-2020中国房地产开发企业500强首选供应品牌榜								
2020			2019			2018		
排序	品牌名称	首选率	排序	品牌名称	首选率	排序	品牌名称	首选率
1	三菱	19%	1	三菱	18%	1	三菱	19%
2	日立	17%	2	日立	16%	2	日立	18%
3	通力	14%	3	通力	14%	3	通力	14%
4	迅达	13%	4	奥的斯	12%	4	蒂森	11%
5	奥的斯	10%	5	迅达	11%	5	奥的斯	9%
6	<b>康力</b>	6%	6	蒂森	8%	6	迅达	5%
6	广日	6%	7	<b>康力</b>	4%	7	<b>康力</b>	4%
8	西奥	4%	7	广日	4%	7	广日	4%
9	东芝	3%	9	富士达	2%	9	东芝	2%
10	东南	2%	10	东南	1%	10	富士达	2%

资料来源：互联网、浙商证券研究所

### 3.5. 受益城轨建设投资：扶梯业务明后年业绩有望加速放量

相比地产，公司在基建中所占份额较高。2019年，公司轨道交通电扶梯设备项目中标金额4.6亿元，在电梯企业中排名第七位，市场份额3.8%。2020年1-7月中标合同超6亿元，超过上年全年总额。

**表 8：2019 年轨道交通电扶梯设备项目中标情况**

中标企业	中标金额（亿元）	市场份额（%）
广州广日电梯工业有限公司	33.2	27.5
日立电梯（中国）有限公司	28.0	23.2
迅达（中国）电梯有限公司	15.5	12.9
通力电梯有限公司	10.3	8.5
奥的斯电梯（中国）有限公司	8.4	7.0
上海三菱电梯有限公司	5.1	4.2
康力电梯有限公司	4.6	3.8
蒂森电梯有限公司	3.5	2.9
西继迅达（许昌）电梯有限公司	2.9	2.4
上海爱登堡电梯集团股份有限公司	2.8	2.4
杭州西奥电梯有限公司	2.7	2.3
华升富士达电梯有限公司	1.5	1.2
西子电梯科技有限公司	0.9	0.8
宁波宏达电梯有限公司	0.9	0.7
嘉星机电设备安装工程有限公司	0.3	0.2
沈阳远大智能工业集团股份有限公司	0.2	0.2
河南恒升电梯工程有限公司	0.005	0.004

资料来源：RT 轨道交通、浙商证券研究所整理

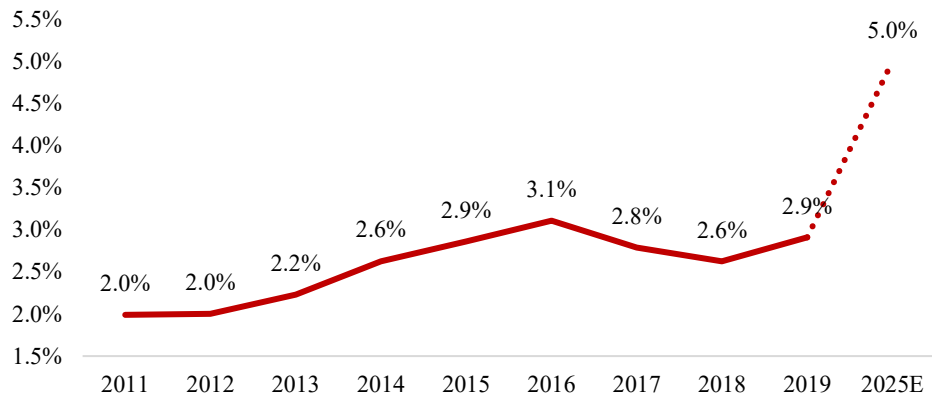
受益城轨建设进程提速，公司扶梯业绩明后年有望加速增长。公司产品质量过硬，安装准确，服务到位，在与政府部门合作的过程中建立了良好的口碑，市场份额有望进一步提升，叠加未来两年城轨建设高峰，公司扶梯业绩明后年有望实现加速增长。

### 3.6. 整梯市场份额有望加速提升，后市场业务潜力巨大

2025年公司国内整梯市场份额有望提升至5%。以电扶梯销量为口径，近年来公司国内整梯市占率由2.0%提升至2.9%，上升缓慢主要系行业竞争激烈，国际及合资品牌优势地位难以撼动所致。根据上文分析，公司各项自主技术已处于行业领先地位，随着下游地产商日趋集中，对国内品牌认可度提升以及下游需求加速扩张，公司凭借技术、成本、运营优势，未来五年国内整梯市场份额有望提升至5%，远期有望对国内合资企业实现赶超。



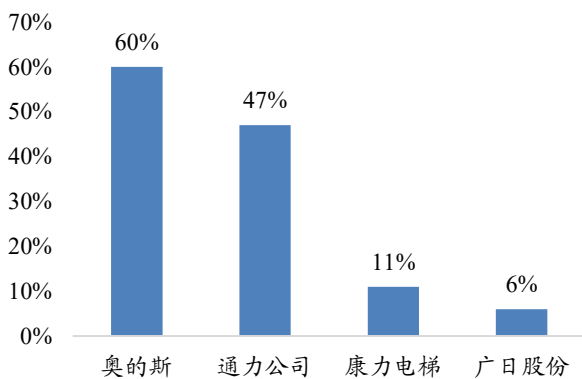
图 34：2025 年公司国内市场份额有望提升至 5%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

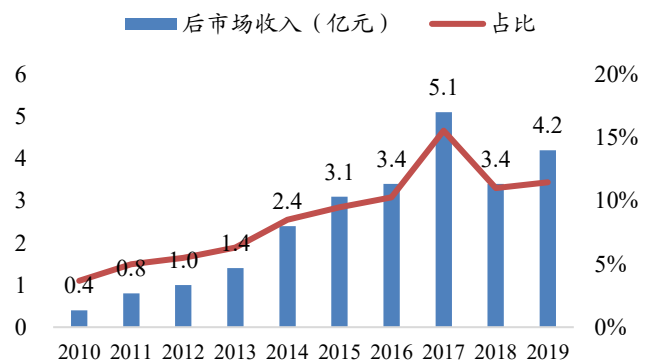
**技术与价格优势并存，后市场业务潜力巨大。**国际电梯巨头营收中，高利润率的后市场维保业务收入占比较高。以美国奥的斯公司为例：整梯业务和后市场业务大致比例为 4:6，而后市场业务贡献净利润比例为 80%。在我国电梯后市场业务中，虽然进口品牌存量较大，但原厂维保价格较高。公司一方面拥有控制柜技术，使得维保别家电梯不受限；另一方面具有本土作战的价格优势，技术与性价比并存为抢占后市场业务份额奠定基础。

图 35：国际巨头后市场业务占比高于国内公司



资料来源：各公司公告、浙商证券研究所

图 36：康力电梯后市场收入占比呈上升趋势



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

#### 4. 规模效应逐步显现，2025 年净利率有望提升至 15%

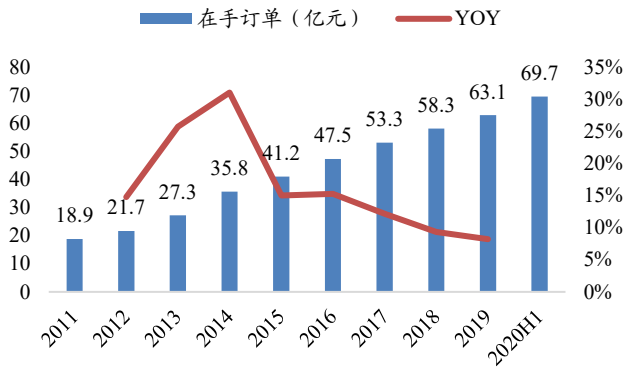
**公司在手订单金额持续增长，净利率大幅提升。**2011-2019 年公司在手订单金额年均增长 16.3%。截至 2020 年上半年，公司正在执行的有效订单为 69.7 亿元（包括中标但未收到定金的 6.22 亿元订单），相比 2019 年年底增长 10.5%。2019 年公司归母净利率仅为 7%，随着订单量持续增多，规模效应凸显，2020 年前三季度归母净利率大幅提升至 12%。

**规模效应、产品结构优化为公司未来净利率提升点。**随着公司订单量增多，规模效应将进一步显现，通过渠道端摊薄费用，生产端降低单位成本实现净利率的提升。同时，公司的大客户路线将持续优化订单，高端产品占比提升也将拉高公司净利率水平。

**2025 年净利率有望提升至 15%。**通力迅达等国际品牌在国内的净利率可达到 20% 的水平。按照行业经验，销量达到 5-10 万台以上的电梯企业规模效应会逐渐体现，净利率

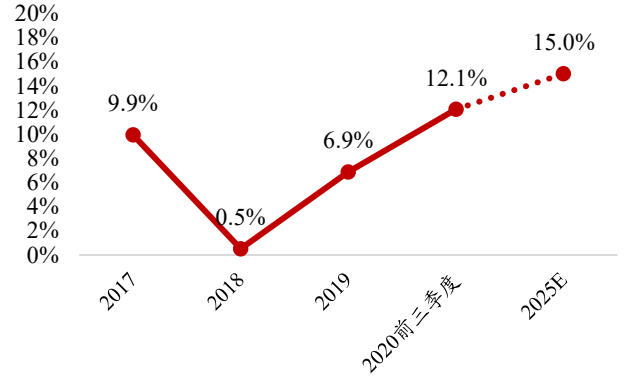
可达 15%-20%。目前公司年销量为 3 万台，随着销量进一步增长，预计 2025 年公司归母净利率有望提升至 15%。

图 37: 2011-2019 年公司在手订单金额年均增长 16.3%



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

图 38: 2025 年归母净利率有望提升至 15%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

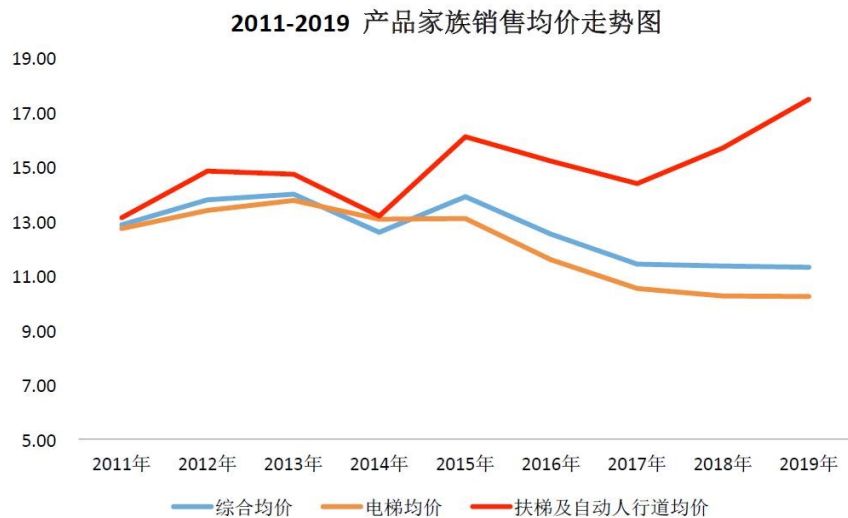
### 5.1. 盈利预测与估值

#### 预测假设:

1) 将公司业务拆分为直梯、扶梯、安装与维保、零部件、其他业务。直梯、扶梯整梯为主要业务，重点进行量价拆分预测，其余业务给予增速判断。

2) 直梯业务增长主要驱动因素为：公司大客户策略及下游地产商趋于集中带来的市占率提升；房地产新梯需求增长；更新替换需求增长。我们假设 2020-2022 年公司直梯销售台量增速分别为 10%、12%、8%。价格方面，由于近年公司直梯均价呈缓慢下降趋势，据此假设 2020-2022 年公司直梯均价分别为 10.1 万元、10.0 万元、10.0 万元。

图 39: 公司直梯均价呈缓慢下降趋势，扶梯均价呈上涨趋势



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

3) 扶梯业务大部分来源仍为房地产，但受城轨建设需求拉动，增速有望快于直梯业务，我们假设 2020-2022 年公司扶梯销售台量增速分别为 12%、15%、15%。价格方面，由于近年公司扶梯均价呈上升趋势，且城轨扶梯价格较高，据此假设 2020-2022 年公司扶梯均价分别为 17.7 万元、17.9 万元、18.1 万元。

4) 安装维保方面，基于公司性价比及服务优势考虑，2020-2022 年分别给予 15%、20%、25% 的收入增速。

5) 毛利率方面，依据上文分析，公司规模效应逐渐体现将带来整梯业务盈利水平的提升，假设 2020-2022 年公司直梯业务毛利率分别为 33.0%、33.5%、33.5%；扶梯业务毛利率分别为 31.8%、32.5%、33.0%。其余业务毛利率依据近些年情况确定。

**表 9：康力电梯收入拆分预测**

(百万元)		2019	2020E	2021E	2022E
直梯	台量	22357	24593	27544	29747
	YOY	-	10%	12%	8%
	均价	10.2	10.1	10	10
	收入	<b>2287</b>	<b>2484</b>	<b>2754</b>	<b>2975</b>
	YOY	25%	9%	11%	8%
	毛利率	31.1%	33.0%	33.5%	33.5%
扶梯	台量	3821	4280	4921	5660
	YOY	-	12%	15%	15%
	均价	17.5	17.7	17.9	18.1
	收入	<b>667</b>	<b>757</b>	<b>881</b>	<b>1024</b>
	YOY	-5%	14%	16%	16%
	毛利率	29.2%	31.8%	32.5%	33.0%
安装与维保	收入	<b>419</b>	<b>482</b>	<b>578</b>	<b>723</b>
	YOY	25%	15%	20%	25%
	毛利率	32.1%	32.0%	33.0%	33.0%
零部件	收入	<b>252</b>	<b>323</b>	<b>404</b>	<b>504</b>
	YOY	26%	28%	25%	25%
	毛利率	14.1%	15.0%	16.0%	17.0%
其他业务	收入	<b>38</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>57</b>
	YOY	38%	15%	15%	15%
	毛利率	47.1%	48.0%	48.0%	48.0%
<b>营业收入</b>		<b>3663</b>	<b>4089</b>	<b>4667</b>	<b>5284</b>
<b>毛利率</b>		<b>29.9%</b>	<b>31.4%</b>	<b>31.9%</b>	<b>31.9%</b>

资料来源：Wind、浙商证券研究所预测

我们预计公司 2020~2022 年收入分别为 41、47、53 亿元，同比增长 12%、14%、13%；归母净利润分别为 4.3、5.5、6.6 亿元，同比增长 73%、27%、20%；EPS 为 0.54/0.69/0.83 元，对应 PE 为 18/15/12 倍。

我国电梯行业增速高于全球，已成为全球电梯保有量最大的国家。公司在国内自主品牌中名列前茅，规模远超第二名内资电梯企业，但 2019 年收入规模仍远低于国际龙头，不足其 5%，ROE 水平与外资品牌存在较大差距，但为自主品牌最高。2019 年公司现金

分红比例高达 134%，为行业最高，主要得益于公司现金流表现较好，经营性净现金流达归母净利润的 1.7 倍。

表 10：公司与同业可比公司的盈利估值比较（亿元人民币）

	总市值	营业收入 (2019)	归母净利润 (2019)	经营性净现 金流(2019)	ROE (2019,%)	P/E(TTM)	P/B(MRQ)	现金分红比 例(2019,%)	
外资及合 资品牌	奥的斯	1,856	915	77.9	-	65.7	33	-7.1	-
	通力	2,397	780	72.8	-	29.4	33	9.5	-
	迅达	1,992	812	62.2	-	23.3	-	-	-
	上海机电	196	221	10.8	1.7	9.5	17	1.7	35
自主品牌	广日股份	70	61	4.3	2.4	5.7	12	0.9	30
	快意电梯	22	8	0.2	0.0	1.9	92	2.1	74
	梅轮电梯	24	7	0.4	1.0	3.7	52	2.3	39
	远大智能	35	8	-1.1	-0.4	-8.2	-49	2.8	0
	康力电梯	80	37	2.5	4.2	8.5	19	2.8	134

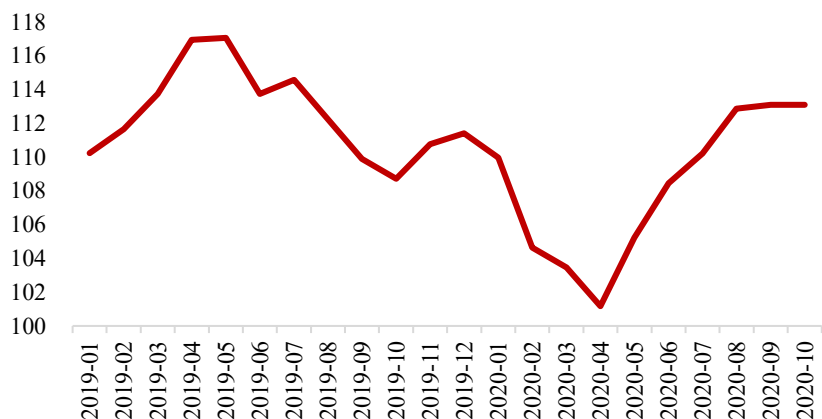
资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司当前估值水平低于大部分国内其他自主品牌及国际电梯龙头（外资巨头 PE 估值在 30 倍以上）。国际电梯龙头 PE 估值在 30 倍以上，公司为自主品牌电梯龙头，成长性好，给予 2021 年 25 倍 PE，目标市值 138 亿元，“买入”评级。

## 5.2. 核心风险

我们认为 1) 地产政策风险导致电梯需求下滑；2) 钢材价格大幅上涨；3) 电梯安全事故；4) 公司市占率提升缓慢为公司主要的风险因素，其中钢材价格大幅上涨可能性较大，且 2020 年钢价格指数呈上涨趋势，对公司的影响较为关键，在此作以简要分析。

图 40：2020 年钢价格指数呈上涨趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司业务中，成本与钢材相关性较强的为电扶梯整体业务以及零部件业务，由于零部件业务占比较小，在此主要考虑钢材价格对整梯业务毛利率的影响。整梯业务中原材料占到营业成本比例约 90%，原材料含钢比约为 50%-60%，因此我们假设整梯 50%的营业成

本与钢材价格走势相关。以 2019 年公司经营数据为基准进行分析可以得出，钢材价格每上涨 1%，整梯业务毛利率下降 0.3pct，公司归母净利率下降 0.2pct。当钢材价格上涨幅度超过 17%时，整梯业务毛利率降至 25%以下，将对公司经营产生较大影响。

**表 11：钢材价格敏感性分析**

2019 年	销售量 (台)	平均单价 (万元)	平均成本 (万元)	毛利率		归母净利润		归母净利率	
				数额	变动额	金额(万元)	变动比例	数额	变动额
原值	26178	11.3	7.8	30.7%	0	25161	0	6.9%	0
钢价格上涨 1%	26178	11.3	7.9	30.3%	-0.3%	24291	-3.5%	6.6%	-0.2%
钢价格上涨 10%	26178	11.3	8.2	27.2%	-3.5%	16458	-34.6%	4.5%	-2.4%
钢价格上涨 17%	26178	11.3	8.5	<b>24.8%</b>	-5.9%	10366	-58.8%	2.8%	-4.0%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>		单位：百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	3970	5380	6388	7437	
现金	653	1601	2573	3464	
交易性金融资产	880	293	391	522	
应收账款	947	1069	1157	1313	
其它应收款	57	61	69	80	
预付账款	325	345	396	445	
存货	1081	1000	1000	1000	
其他	27	1011	802	613	
<b>非流动资产</b>	1825	1134	1249	1400	
金额资产类	0	67	49	39	
长期投资	61	57	61	59	
固定资产	140	287	280	273	
无形资产	203	184	166	147	
在建工程	2	1	1	1	
其他	1419	537	692	881	
<b>资产总计</b>	5795	6514	7637	8838	
<b>流动负债</b>	2714	2922	3494	4034	
短期借款	0	0	0	0	
应付款项	2434	1704	2175	2654	
预收账款	1187	1326	1513	1713	
其他	(908)	(108)	(194)	(333)	
<b>非流动负债</b>	104	102	103	103	
长期借款	0	0	0	0	
其他	104	102	103	103	
<b>负债合计</b>	2818	3024	3597	4137	
少数股东权益	30	28	26	24	
归属母公司股东权益	2947	3462	4013	4677	
<b>负债和股东权益</b>	5795	6514	7637	8838	
<b>现金流量表</b>					
		单位：百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金流</b>	421	574	1013	1010	
净利润	251	433	550	661	
折旧摊销	123	25	29	29	
财务费用	4	(2)	(2)	(2)	
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)	
营运资金变动	1683	(887)	553	488	
其它	(1637)	1007	(114)	(165)	
<b>投资活动现金流</b>	336	292	(43)	(120)	
资本支出	1198	(160)	(10)	(10)	
长期投资	91	(61)	11	13	
其他	(952)	513	(43)	(124)	
<b>筹资活动现金流</b>	(329)	82	2	2	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
其他	(329)	82	2	2	
<b>现金净增加额</b>	429	948	972	891	

<b>利润表</b>		单位：百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	3663	4089	4667	5284	
<b>营业成本</b>	2569	2805	3179	3597	
营业税金及附加	34	30	29	27	
营业费用	464	450	490	528	
管理费用	143	151	168	185	
研发费用	150	157	175	195	
财务费用	4	(2)	(2)	(2)	
资产减值损失	79	50	40	30	
公允价值变动损益	31	4	4	4	
投资净收益	2	2	2	2	
其他经营收益	48	52	47	42	
<b>营业利润</b>	300	505	641	770	
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)	
<b>利润总额</b>	299	503	639	769	
所得税	48	70	90	108	
<b>净利润</b>	251	433	550	661	
少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(2)	
<b>归属母公司净利润</b>	252	434	552	663	
<b>EBITDA</b>	413	525	665	795	
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.32	0.54	0.69	0.83	
<b>主要财务比率</b>					
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	18.48%	11.64%	14.12%	13.21%	
营业利润增长率	1746.91%	68.02%	26.92%	20.18%	
归属于母公司净利润	1518.28%	72.66%	26.99%	20.22%	
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.87%	31.40%	31.89%	31.92%	
净利率	6.85%	10.59%	11.78%	12.51%	
ROE	8.17%	13.44%	14.65%	15.18%	
ROIC	8.23%	12.42%	13.62%	14.07%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.63%	46.42%	47.10%	46.81%	
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
流动比率	1.46	1.84	1.83	1.84	
速动比率	1.06	1.50	1.54	1.60	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.65	0.66	0.66	0.64	
应收账款周转率	4.36	4.34	4.33	4.34	
应付账款周转率	1.90	1.74	2.18	1.94	
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.54	0.69	0.83	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.72	1.27	1.27	
每股净资产(最新摊薄)	3.70	4.34	5.03	5.86	
<b>估值比率</b>					
P/E	31.92	18.49	14.56	12.11	
P/B	2.73	2.32	2.00	1.72	
EV/EBITDA	11.72	11.75	7.66	5.12	

资料来源：Wind、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>