

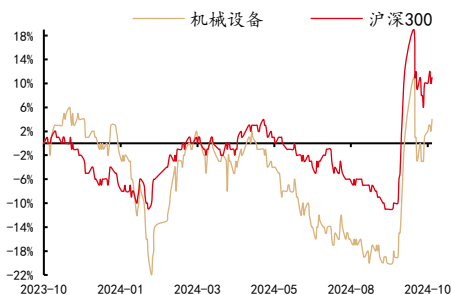
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	1462.78
52周最高	1558.16
52周最低	1090.08

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：刘卓
SAC 登记编号：S1340522110001
Email: liuzhuo@cnpsec.com
分析师：陈基赞
SAC 登记编号：S1340524070003
Email: chenjiyun@cnpsec.com

近期研究报告

《注塑机专题：消费品以旧换新有望拉动内需，下游出海带来增长新动能》 - 2024.08.20

电梯行业专题

基本面有望走稳，国产崛起正当时

● 投资要点

电梯属于特种装备，是以运输为核心的机电设备。电梯的主要类型包括垂直电梯、自动扶梯与自动人行道，其中垂直电梯应用最为广泛，占比约为 85%。电梯制造业的产业上游主要为基础原材料及电梯零部件制造业；下游应用市场包括住宅地产、商业地产、旧楼改造、基础设施建设、市政工程建设等领域，其中地产是最大下游。

地产为电梯行业最大的下游应用领域，电梯产销量与竣工数据相关性较强，预计 2024-2026 年竣工端走弱将拖累新梯市场。从建筑时间来看，常规地产项目从新开工至竣工验收通常需要 2-3 年的时间，而新开工数据从 2020 年开始下滑，由高峰的超 22 亿平方米下滑至 2023 年的 9.5 亿平方米，且 2024M1-9 仍有超 20% 的下滑，而竣工端数据由于保交楼政策的带动，于 2023 年之前并未出现明显下滑。综合来看，我们认为新开工数据的弱势将逐步传导到竣工端，2024-2026 年竣工端数据将面临一定压力，从而影响新梯市场销售。

加装电梯与电梯出口有望抵消部分竣工端走弱对新梯市场的影响。政策推动老旧小区加装电梯“能装尽装”，且各地持续出台加装电梯补贴政策，加装市场正逐步提速，2019 年至 2023 年，全国累计加装电梯 10.8 万部，其中 2022 年加装量约为 3 万部，2023 年加装量为 3.6 万部，正逐渐提速。电梯出口数量方面，2016-2023 年，我国电梯出口数量由 5.68 万台逐步增长至 8.75 万台，复合增速达 6%，其中 2023 年同比增速达 17%，主因国内整梯厂加大对外开拓力度+面向俄罗斯的出口量近两年快速增长。我们认为，随着国内电梯企业产品竞争力的持续增加，凭借着原材料价格优势、供应链优势、管理优势，国内整梯厂出海为大势所趋，有望持续贡献增量。

电梯老龄化有望带动更新，政策、资金逐步向电梯更新倾斜。我国电梯保有量持续增加，于 2023 年已超 1000 万台，并且与发达国家、地区相比，我国人均电梯保有量仍有一定的上行空间。电梯使用年限通常为 15-20 年，超过 15 年后设备会逐步老化。目前我国有约 80 万台电梯的使用年限超过 15 年，其中约 17 万台电梯的使用年限超 20 年，随着时间的推移，超期服役的老旧电梯数量还会持续攀升，有望带动更新需求向上，根据中国电梯协会预计，到 2030 年，电梯更新改造量将达到 274 万台。政策、资金有望逐步向老旧电梯更新领域倾斜，2024 年，超长期特别国债支持范围扩大项目包括老旧电梯设备更新，发改委计划于 24 年通过超长期特别国债资金支持各地对 4 万余台使用 15 年以上的住宅老旧电梯实施更新。

综合考虑竣工端、加装市场、更新市场、出口市场对于电梯整梯需求的影响，我们认为整梯需求有望于 2026 年触底。根据模型测算，2024-2030 年的电梯整梯需求分别为 95.9、89.6、88.7、92.0、98.2、

103.7、110.3万台，市场规模分别为1391、1299、1286、1334、1425、1504、1599亿元。从结构来讲，2024-2030年更新改造需求占电梯整梯需求的比重会由11%逐步升高至32%。

维保方面，整梯厂维保市场有望随电梯保有量增长+自维保比例增加逐步向上，预计2030年达277亿元市场，十年复合增速达14%。通常，电梯整机厂会设置两年左右的质保期，超过两年后则每年收取一定费用进行维保，但是实际中，在质保期结束后，物业公司与电梯原厂签订后续维保合约的案例并非常见现象，大多数物业公司由于价格等原因转而与第三方电梯维保公司签订维保、修理合同。目前，整梯厂正在逐步加大自维保的推进力度，措施包括适当降价抢占市场、新梯给予一定让利的同时签订长期的维保合同等，原厂维保率有望逐年攀升。根据模型测算，2024-2030年，我国电梯维保市场规模分别为386、425、455、482、506、530、553亿元，其中，整梯厂维保市场规模分别为147、170、191、212、233、254、277亿元，同比增速分别为21%、16%、12%、11%、10%、9%、9%。

随着新梯市场见底+后市场逐步发力，国内龙头企业估值有望向海外龙头逐步靠拢。以海外龙头奥的斯为例，其估值水平（PE-TTM）常年维持在20-30倍的区间，远高于国内整梯厂，我们认为其主要原因为奥的斯后市场占比接近6成，其需求更为稳健，受下游地产、基建资本开支影响较小，且更偏向于轻资产运营，常年通过回购+分红的形式回馈投资者。展望国内整梯厂，后续随着新梯市场见底+维保业务的持续发力，商业模式与自由现金流有望持续向好，估值亦有望向海外龙头企业逐步靠拢。

建议重点关注：上海机电、广日股份、康力电梯；建议关注：同力日升、沪宁股份、远大智能、展鹏科技、森赫股份、快意电梯、梅轮电梯、华菱精工、通用电梯。

● **风险提示：**

竣工端下行超预期风险、竞争格局恶化风险、加装/更新/维保业务开拓不及预期风险。

目录

1 电梯行业专题：基本面有望走稳，国产崛起正当时.....	5
1.1 电梯属于特种装备，是以运输为核心的机电设备	5
1.2 新梯市场：地产竣工承压，政策驱动加装市场向上.....	7
1.3 后市场：电梯老龄化有望带动更新，整梯厂加大自维保力度.....	10
1.4 竞争格局持续优化，估值有望向海外龙头逐步靠拢.....	14
1.5 相关上市公司.....	16
2 风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 电梯主要分类.....	5
图表 2: 垂直电梯内部组成结构.....	6
图表 3: 自动扶梯内部组成结构.....	6
图表 4: 电梯产业上下游情况.....	6
图表 5: 电梯行业监管制度较为严格.....	7
图表 6: 电梯产量增速与房地产竣工面积增速之间存在较强的正相关性.....	8
图表 7: 地产竣工面积同比增速与新开工面积同比增速情况.....	8
图表 8: 电梯加装市场预计量(万台).....	9
图表 9: 我国电梯出口数量及增速.....	10
图表 10: 我国电梯保有量及同比增速.....	10
图表 11: 世界各个国家及地区电梯人均保有量情况(台/千人).....	11
图表 12: 电梯整机市场空间测算表.....	12
图表 13: 电梯维保市场空间测算表.....	13
图表 14: 我国各品牌电梯所占市场份额情况.....	14
图表 15: 国内外知名电梯上市公司营收对比(亿元,人民币).....	15
图表 16: 国内外知名电梯上市公司利润对比(亿元,人民币).....	15
图表 17: 奥的斯新设备收入占比.....	15
图表 18: 除 2020 年初疫情影响外,奥的斯估值(PE-TTM)常年维持在 20-30 倍的区间.....	16
图表 19: 电梯行业相关上市公司介绍.....	16

1 电梯行业专题：基本面有望走稳，国产崛起正当时

1.1 电梯属于特种装备，是以运输为核心的机电设备

电梯属于特种装备，是以运输为核心的机电设备。根据《特种设备目录》的规定，电梯是指动力驱动，利用沿刚性导轨运行的箱体或者沿固定线路运行的梯级（踏步），进行升降或者平行运送人、货物的机电设备。

垂直电梯应用最为广泛，占比约为 85%。电梯的主要类型包括垂直电梯、自动扶梯与自动人行道，根据明源云采购，其中垂直电梯是应用最为广泛的类别，占电梯产量比重约为 85%。随着电梯行业的不断发展，电梯种类日益丰富，根据驱动方式、用途、运行速度的不同，可将电梯进一步分类。

图表1：电梯主要分类

电梯类型	分类方法	种类
垂直电梯	驱动方式	曳引驱动电梯、液压电梯、强制驱动电梯、齿轮齿条驱动电梯、螺杆式电梯、直线电机驱动电梯等
	用途	乘客电梯、载货电梯、医用电梯、杂物电梯、观光电梯、消防电梯、汽车电梯、船舶电梯和其它类型的特殊用途电梯等
	运行速度	低速电梯（ $V \leq 1.00\text{m/s}$ ）、中速电梯（ $1.00\text{m/s} < V \leq 2.50\text{m/s}$ ）、高速电梯（ $2.50\text{m/s} < V \leq 6.00\text{m/s}$ ）、超高速电梯（ $V > 6.00\text{m/s}$ ）
自动扶梯和自动人行道	驱动方式	端部驱动式（或称链条式）和中间驱动式（或称齿条式）
	用途	公共交通型和普通型
	提升高度	普通型扶梯（ $H \leq 6\text{m}$ ）、中等高度扶梯（ $6\text{m} < H \leq 10\text{m}$ ）、大高度扶梯（ $H > 10\text{m}$ ）

资料来源：森赫股份招股说明书，中邮证券研究所

垂直电梯：目前国内外市场上，应用最为普遍的垂直电梯是曳引式电梯，其主要工作原理是通过曳引绳两端连接轿厢和对重，缠绕在曳引轮和导向轮上，靠曳引绳与曳引轮摩擦产生的牵引力，实现轿厢和对重的升降运动，以达到运输目的。

自动扶梯和自动人行道：自动扶梯与自动人行道内部组成结构大体相似，主要结构是带有循环运行梯级（或踏板），用于水平或倾斜运输乘客的固定电力驱动设备。

图表2：垂直电梯内部组成结构



资料来源：森赫股份招股说明书，中邮证券研究所

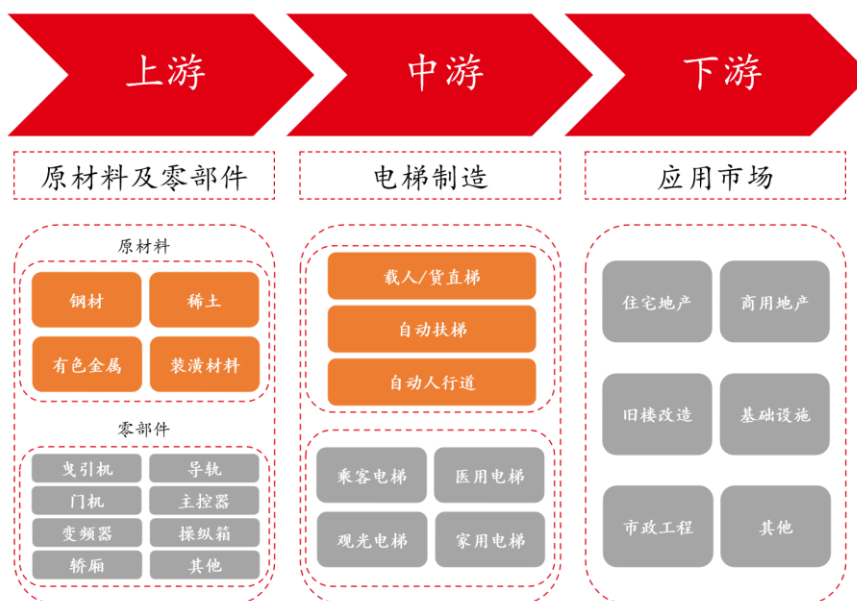
图表3：自动扶梯内部组成结构



资料来源：森赫股份招股说明书，中邮证券研究所

电梯行业产业链上下游方面，电梯制造业的产业上游主要为基础原材料及电梯零部件制造业。电梯生产和制造最主要的原材料为钢材和稀土，钢材可用于生产电梯轿厢、轿架、轿门、厅门和上下梁等钣金加工件，稀土是电梯核心部件永磁同步曳引机中永磁体的主要原材料。电梯制造业的下游应用市场包括住宅地产、商业地产、旧楼改造、基础设施建设、市政工程建设等领域。

图表4：电梯产业上下游情况



资料来源：前瞻产业研究院，中邮证券研究所

电梯产品属于特种设备，根据《特种设备安全法》、《特种设备安全监察条例（2009年修订）》、《特种设备作业人员监督管理办法（2011修订）》等相关规定，目前我国电梯行业的监管体制涵盖电梯的生产、销售、安装、改造、修理、使用及维保、检验检测等多个环节，包括生产许可、安装修理许可等多项监管制度。

图表5：电梯行业监管制度较为严格

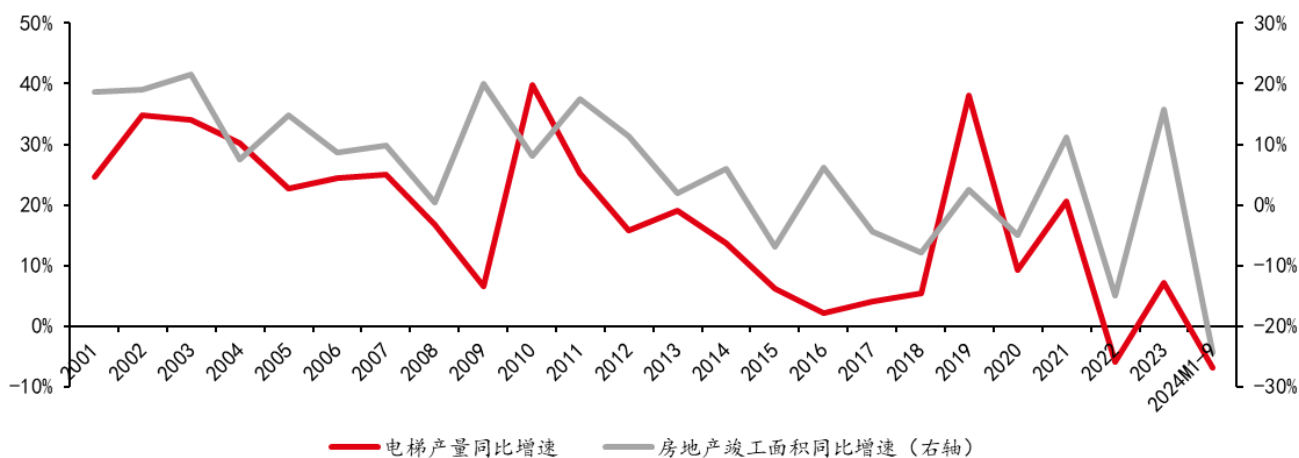
环节	监管制度	主要内容
生产	生产许可制度	国家对电梯生产实行许可制度。电梯生产单位应当具备一定生产条件，并经主管部门许可，方可从事生产活动。
	型式试验制度	电梯产品、部件或者试制的电梯新产品、新部件以及电梯采用的新材料，按照安全技术规范的要求需要通过型式试验进行安全性验证的，应当经主管部门核准的检验机构进行型式试验。
	出厂文件	电梯出厂时，应当随附安全技术规范要求的设计文件、产品质量合格证明、安装及使用维护保养说明、监督检验证明等相关技术资料和文件，并在电梯显著位置设置产品铭牌、安全警示标志及其说明。
安装、改造、修理	安装、改造、修理许可制度	电梯的安装、改造、修理，必须由电梯制造单位或者其委托的依法取得相应许可的单位进行。
销售	检查验收和销售记录制度	电梯销售单位应当建立电梯检查验收和销售记录制度。
使用及维保	使用登记证书制度	电梯使用单位应当在电梯投入使用前或者投入使用后三十日内，向主管部门办理使用登记，取得使用登记证书。登记标志应当置于该电梯的显著位置。
	维护保养制度	电梯的维护保养应当由电梯制造单位或者依照本法取得许可的安装、改造、修理单位进行。
	安全跟踪制度	电梯投入使用后，电梯制造单位应当对其制造的电梯的安全运行情况进行跟踪调查和了解，对电梯的维护保养单位或者使用单位在维护保养和安全运行方面存在的问题，提出改进建议，并提供必要的技术帮助。
检验、检测	监督检验	电梯的安装、改造、重大修理过程，应当经特种设备检验机构按照安全技术规范的要求进行监督检验；未经监督检验或者监督检验不合格的，不得出厂或交付使用。
	定期检验	电梯使用单位应当按照安全技术规范的要求，在检验合格有效期届满前一个月向特种设备检验机构提出定期检验要求。未经定期检验或者检验不合格的电梯，不得继续使用。
	检验、检测机构核准	从事监督检验、定期检验的特种设备检验机构，以及为特种设备生产、经营、使用提供检测服务的特种设备检测机构，应当具备一定条件，并经负责特种设备安全监督管理的部门核准，方可从事检验、检测工作。
从业人员管理		电梯的安全管理人员、检测人员和作业人员应当依法取得相应资格，方可从事相关工作。

资料来源：森赫股份招股说明书，中邮证券研究所

1.2 新梯市场：地产竣工承压，政策驱动加装市场向上

地产为电梯行业最大的下游应用领域，电梯产销量与竣工数据相关性强。目前的电梯市场中，新梯市场仍占据相当大的比例，而电梯在建造阶段中，属于更偏向于竣工端进行交付的特种装备，从历史数据中亦可以看出，地产竣工数据，与电梯产量之间呈现较为明显的正相关性。

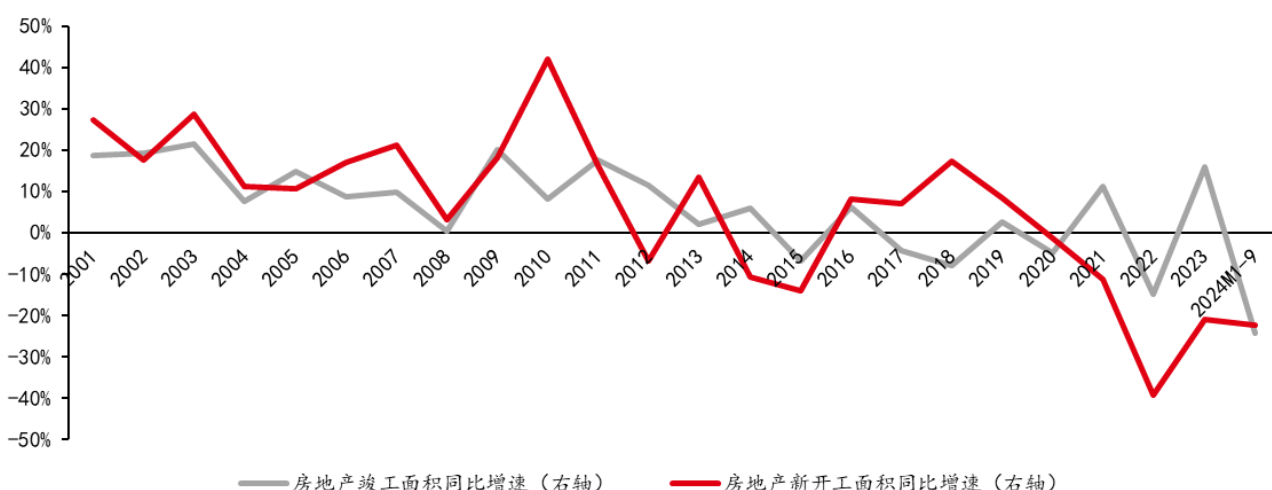
图6: 电梯产量增速与房地产竣工面积增速之间存在较强的正相关性



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

从更为前瞻的新开工数据来看,我们预计 2024-2026 年竣工数据可能将面临一定的压力,从而影响新梯市场销售。从建筑时间来看,常规地产项目从新开工至竣工验收通常需要 2-3 年的时间,而新开工数据从 2020 年开始下滑,由高峰的超 22 亿平方米下滑至 2023 年的 9.5 亿平方米,且 2024M1-9 仍有超 20% 的下滑,而竣工端数据由于保交楼政策的带动,于 2023 年之前并未出现明显下滑。综合来看,我们认为新开工数据的弱势将逐步传导到竣工端,2024-2026 年竣工端数据将面临一定压力,从而影响新梯市场销售。

图7: 地产竣工面积同比增速与新开工面积同比增速情况



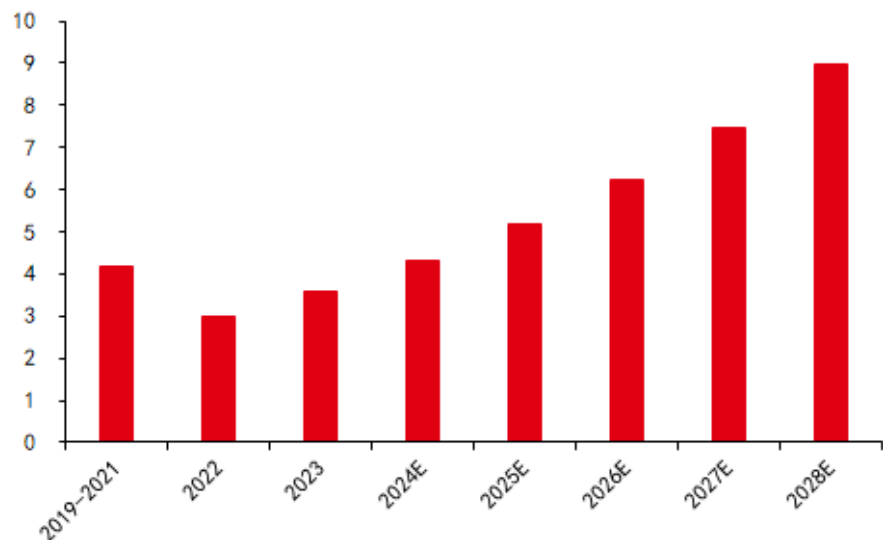
资料来源: iFind, 中邮证券研究所

政策推动老旧小区加装电梯“能装尽装”。2024年1月22日，国家发改委社会发展司司长刘明就明确表态，重点提到了这句话：老旧小区加装电梯“能装尽装”，据统计全国光加装电梯的市场大概就有2.6万亿（包含土建和安装工程）。据中国电梯协会统计，我国未加装电梯的既有建筑，大约有5000万户住宅符合加装条件，加装市场总量预计在250万台以上。

各地补贴政策纷至沓来，有望推动加装市场向上。据统计，全国已有超过20个省/市/自治区出台了补贴政策，有望减少居民加装电梯的费用负担，推动市场向上。以上海徐汇区龙水北路900弄的电梯加装项目为例，各层居民按照不同比例分摊费用，加装一部电梯总费用需要75万元，除去28万元政府补助之外，居民需要出资47万元，从2楼到6楼分别以6%、13%、20%、27%、34%比例分摊，算下来最低2.82万元，最高15.98万元。

加装市场正逐步提速，有望抵消一部分竣工端下行压力。根据2024年5月举行的全国城镇老旧小区改造工作现场会披露的数据，2019年至2023年，全国累计加装电梯10.8万部，年均加装2.16万台，其中2022年加装量约为3万部，2023年加装量为3.6万部，正逐步提速。若假定2024-2028年加装电梯复合增速达20%，则五年期间有望加装电梯合计32.1万台。

图表8：电梯加装市场预计量（万台）



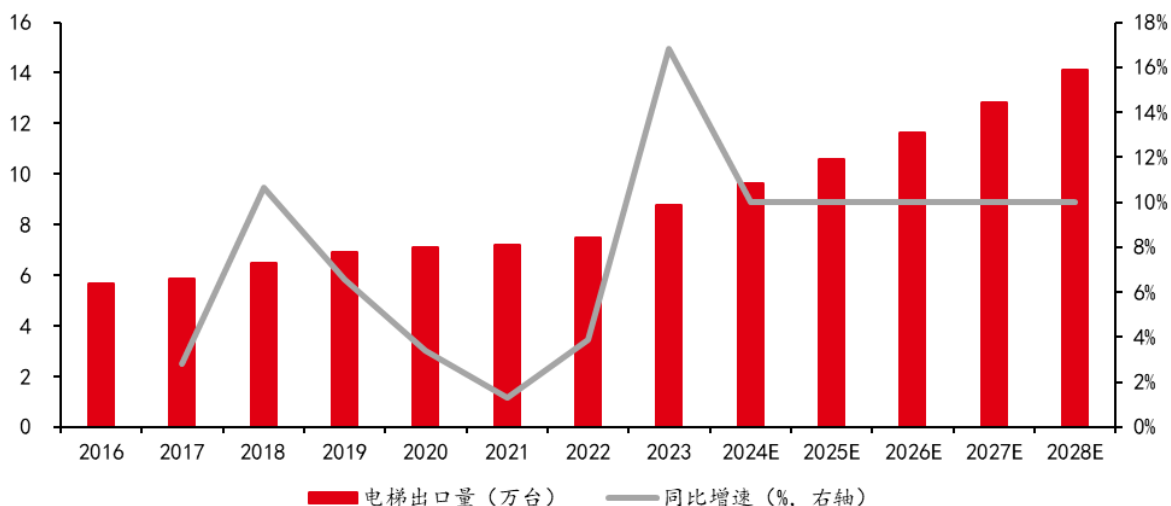
资料来源：住建部，中国电梯协会，中邮证券研究所

电梯出口数量亦有望持续向上，抵消一部分竣工端下行压力。2016-2023年，我国电梯出口数量由5.68万台逐步增长至8.75万台，复合增速达6%，其中2023年同比增速达17%，主因新梯市场受竣工端承压影响且预期向下，国内整梯厂加大对外开拓力度，同时，面向俄罗斯的出口量近两年快速增长。我们认为，随着国内电梯企业产品竞争力的持续增加，凭借着原材料价格优势、供应链优势、管

理优势，国内整梯厂出海为大势所趋，有望持续贡献增量，可于未来数年抵消部分竣工端下行压力。假定 2024-2028 年，国内电梯出口数量维持 10% 的复合增速，2028 年电梯出口数量有望达 14 万台。

电梯进口数量方面，根据 iFind 数据显示，2023 年全年进口电梯数量仅为 659 台，且 2024 年仍处于下降通道，我们认为这一方面是由于市场环境不佳，另一方面是受到国内企业的冲击，未来进口电梯数量大概率将维持低位。

图表9：我国电梯出口数量及增速

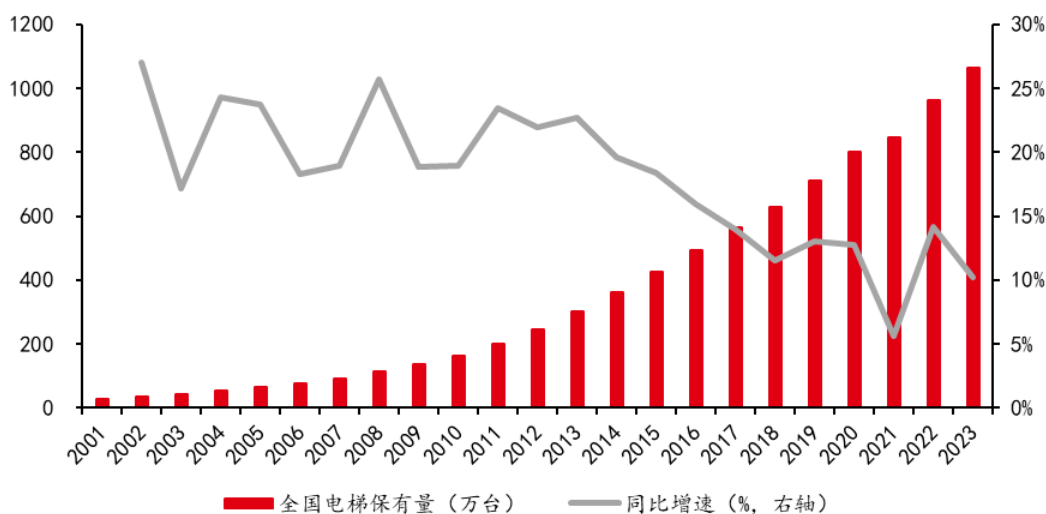


资料来源：iFind，中国海关总署，华经产业研究院，中邮证券研究所

1.3 后市场：电梯老龄化有望带动更新，整梯厂加大自维保力度

我国电梯保有量持续增加，于 2023 年已超 1000 万台。根据 iFind 数据，随着我国城镇化的推进，地产、基建等持续发力，我国电梯保有量由 2001 年的 28.5 万台快速上行，于 2023 年已达 1063 万台。

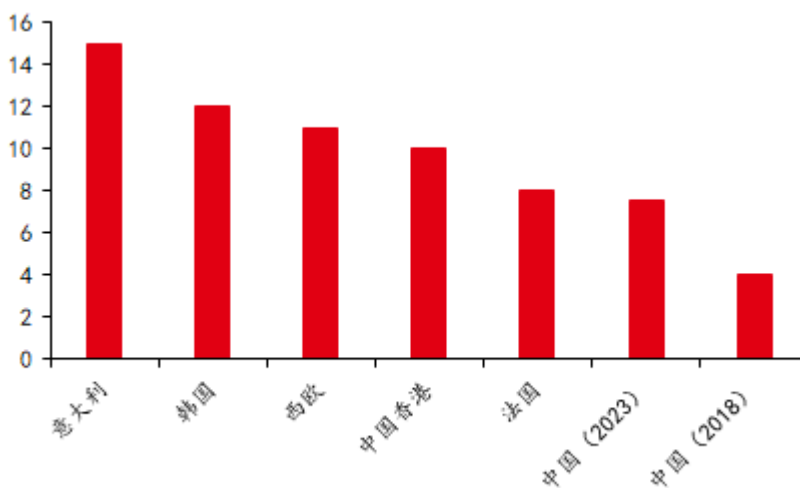
图表10：我国电梯保有量及同比增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

展望未来，我国人均电梯保有量仍有一定的上行空间。截至 2023 年，我国人均电梯保有量已经超过 7.5 台/千人，与意大利、韩国、法国等国家仍有一定差距，未来人均电梯保有量仍有一定的上行空间。

图表11：世界各个国家及地区电梯人均保有量情况（台/千人）



资料来源：森赫股份招股说明书，iFind，中邮证券研究所

注：其他国家及中国香港地区的数据均为 2018 年数据

电梯使用年限通常为 15-20 年，超过 15 年后设备会逐步老化。一般来说电梯的使用年限是在 15 年左右的。而电梯的使用寿命和后期的管理、维护保养息息相关，在保养得当的条件下，电梯可正常使用 20 年。然而，使用 15 年以上的设备会逐步老化，安全问题更需要受到关注。

电梯老龄化有望带动更新，约 80 万台电梯使用年限超 15 年。目前我国有约 80 万台电梯的使用年限超过 15 年，其中约 17 万台电梯的使用年限超 20 年，随着时间的推移，从每年的保有量增量来看，超期服役的老旧电梯数量还会持续攀升，有望带动更新需求向上，根据中国电梯协会预计，到 2030 年，电梯更新改造量将达到 274 万台。

政策、资金有望逐步向老旧电梯更新领域倾斜。《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》中提到，安排超长期特别国债大规模设备更新专项资金加大对设备更新的支持力度，支持范围扩大项目包括老旧电梯设备更新。其中，2024 年，发改委计划通过超长期特别国债资金支持各地对 4 万余台使用 15 年以上的住宅老旧电梯实施更新。

对于设备需求而言，若不考虑进出口，通常可将其划分为保有量增量部分与更新部分。我们对于未来的电梯保有量增量、更新比例、进出口情况进行如下假设，从而进行保有量增量需求、更新需求、出口需求的测算：

(1)保有量增量-加装：假定随政策与补贴逐步落地，200 多万台存量电梯加装需求逐步落地，2024-2030 年的电梯加装需求量分别为 4.3、5.2、6.2、7.5、9、9.9、10.8 万台；

(2)保有量增量-竣工：假定随国内地产竣工端下行，2024-2030 年的竣工电梯需求量分别为 71.2、60.5、54.5、51.7、50.7、49.7、48.7 万台；

(3)更新比例：假定使用年限达到 15-24 年的电梯，更新比例分别为 5%、8%、10%、12%、15%、15%、12%、10%、8%、5%。由于数量较少且缺乏统计数据，不考虑 2001 年及此前的保有量增量部分的更新需求。

(4)进出口情况：假定 2024-2028 年国内电梯出口销量同比增速均为 10%；2029-2030 年国内电梯出口销量同比增速均为 5%。不考虑进口电梯对于保有量的影响。

(4)价格情况：假定 2022、2023 年单梯均价为 15 万元；2024 年起，随着竞争加剧，单梯均价为 14.5 万元。

电梯整机为超千亿市场，需求有望于 2026 年触底。根据我们的模型测算，2024-2030 年的电梯整梯需求分别为 95.9、89.6、88.7、92.0、98.2、103.7、110.3 万台，市场规模分别为 1391、1299、1286、1334、1425、1504、1599 亿元，电梯整机需求有望于 2026 年触底。

从结构来讲，更新改造需求占电梯整梯需求的比重有望于 2030 年超 30%。随着老龄电梯占比上升+政策资金逐步倾斜，根据我们的模型测算，2024-2030 年更新改造需求占电梯整梯需求的比重会由 11%逐步升高至 32%。

图表12：电梯整机市场空间测算表

年份	全国电梯保有量(万台)	保有量增量(万台)	加增电梯(万台)	竣工电梯(万台)	更新量(万台)	国内需求(万台)	出口需求(万台)	合计需求(万台)	市场规模(亿元)	同比增速
2030E	1503	59.5	10.8	48.7	35.2	94.8	15.5	110.3	1599	6.3%
2029E	1443	59.5	9.9	49.7	29.4	89.0	14.8	103.7	1504	5.6%
2028E	1384	59.7	9.0	50.7	24.5	84.2	14.1	98.2	1425	6.8%
2027E	1324	59.2	7.5	51.7	20.0	79.2	12.8	92.0	1334	3.7%
2026E	1265	60.7	6.2	54.5	16.4	77.1	11.6	88.7	1286	-1.0%
2025E	1204	65.7	5.2	60.5	13.3	79.0	10.6	89.6	1299	-6.6%
2024E	1138	75.5	4.3	71.2	10.8	86.3	9.6	95.9	1391	-19.9%
2023	1063	98.5	3.6	94.9	8.4	107.0	8.8	115.7	1736	-13.3%
2022	965	119.8	3.0	116.8	6.3	126.0	7.5	133.5	2003	

资料来源：iFind，中国电梯行业协会，中邮证券研究所

维保市场方面，第三方公司仍是主力，整梯厂加大自维保力度，逐步抢占市场。通常，电梯整机厂会设置两年左右的质保期，超过两年后则每年收取一定费用进行维保，但是实际中，在质保期结束后，物业公司与电梯原厂签订后续维保合约的案例并非常见现象，大多数物业公司由于价格原因转而与第三方电梯维保公司签订维保、修理合同。原厂维保具有规模大、技术力量雄厚、信誉度高等特点，发达国家的原厂维保率比较高，其中美国高达80%，但在中国，电梯原厂维保率仅占30%，且主要集中于海外品牌。目前，整梯厂正在逐步加大自维保的推进力度，措施包括适当降价抢占市场、新梯给予一定让利的同时签订长期的维保合同等，我们认为随着电梯整机厂发力后市场，中国原厂维保率有望持续提升，向发达国家靠拢。

整梯厂维保市场有望随保有量增长+自维保比例增加逐步向上，预计2030年达277亿元市场，十年复合增速达14%。根据以下假设，进行整梯厂维保市场空间测算：

- (1) 假定质保期为两年，当年维保市场对应的电梯数量按照两年前的电梯保有量进行测算；
- (2) 单梯平均年保养费用按4000元计算；
- (3) 2020年整梯厂自维保比例为30%，每年提升2pct，2030年自维保比例达50%；

根据测算结果，2024-2030年，我国电梯维保市场规模分别为386、425、455、482、506、530、553亿元，其中，整梯厂维保市场规模分别为147、170、191、212、233、254、277亿元，同比增速分别为21%、16%、12%、11%、10%、9%、9%。

图表13：电梯维保市场空间测算表

年份	全国电梯保有量(万台)	维保市场电梯数量(万台)	维保费用(万元/年)	维保市场规模(亿元)	自维保比例	整梯厂维保市场(亿元)	同比增速
2030E	1502.8	1384	0.4	553	50%	277	9%
2029E	1443.3	1324	0.4	530	48%	254	9%
2028E	1383.7	1265	0.4	506	46%	233	10%
2027E	1324.1	1204	0.4	482	44%	212	11%
2026E	1264.9	1138	0.4	455	42%	191	12%
2025E	1204.2	1063	0.4	425	40%	170	16%
2024E	1138.5	964	0.4	386	38%	147	21%
2023	1063.0	845	0.4	338	36%	122	12%
2022	964.5	800	0.4	320	34%	109	20%

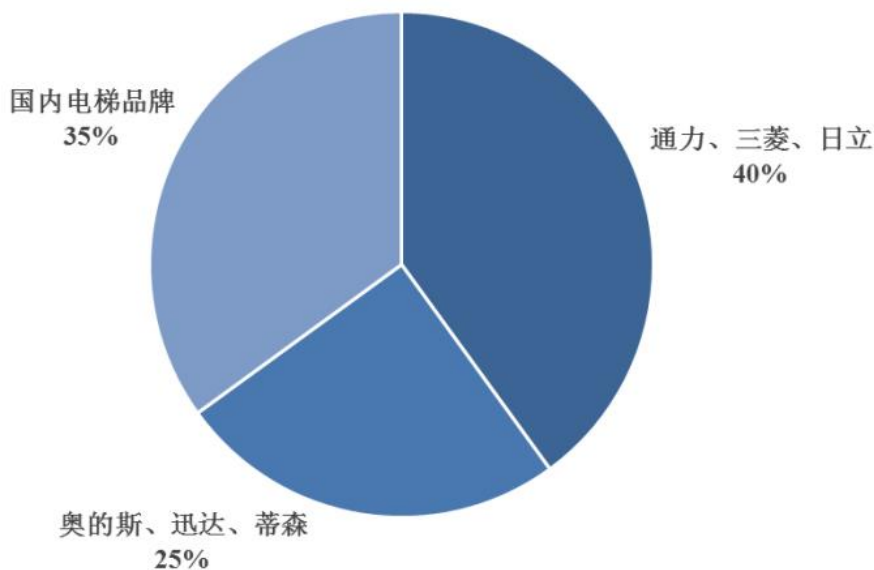
资料来源：iFind，中国电梯行业协会，中邮证券研究所

1.4 竞争格局持续优化，估值有望向海外龙头逐步靠拢

目前，国内电梯市场处于外资品牌与民族品牌相互竞争的格局。外资品牌在我国成立独资或合资企业，凭借其成熟技术和品牌效应等优势，占据了我国电梯市场约 65% 的份额；国内电梯品牌约占 35% 的市场份额，优秀民族电梯企业的生产条件和产品质量已经接近外资品牌电梯企业，产品已挤入机场、铁路、五星级酒店等高端市场。

国内电梯市场内外资品牌的二元竞争格局将长期持续，但中小企业的逐步出清有望带来竞争格局的优化。一方面，我国电梯市场规范程度提升、竞争态势加剧、行业整合加快，国内部分中小企业的品牌、研发、营销、维保等可持续发展能力不足，成本优势逐步丧失，会陆续退出中高端市场，市场集中度将大幅提升。另一方面，随着本土优秀民族品牌电梯企业的制造能力、产品质量及服务水平、经营管理能力的提升，综合竞争实力逐步增强，市场占有率会逐步提高。长远来看，拥有自主品牌、具有一定市场地位的民族电梯制造企业将会得到更好的发展，市场份额将进一步提高。

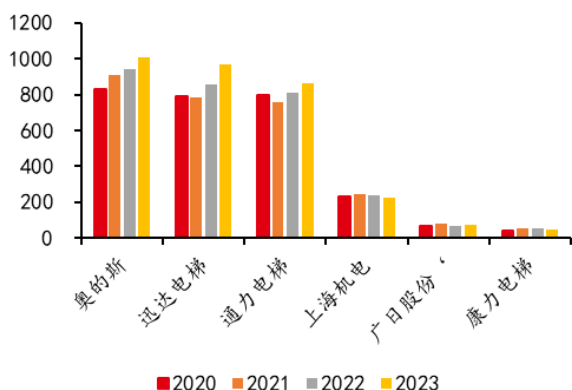
图表14：我国各品牌电梯所占市场份额情况



资料来源：森赫股份招股说明书，《中国电梯行业商务年鉴 2019-2020》，中邮证券研究所

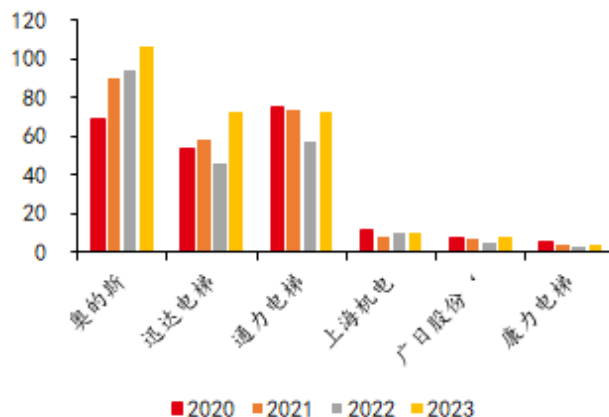
国内企业收入、利润体量距离海外龙头企业仍有较大的差距。2023 年，奥的斯、迅达电梯、通力电梯、上海机电、广日股份、康力电梯收入分别为 1009、968、861、223、74、50 亿元，利润分别为 106、73、73、10、8、4 亿元。

图表15：国内外知名电梯上市公司营收对比（亿元，人民币）



资料来源：Wind, iFind, 中邮证券研究所

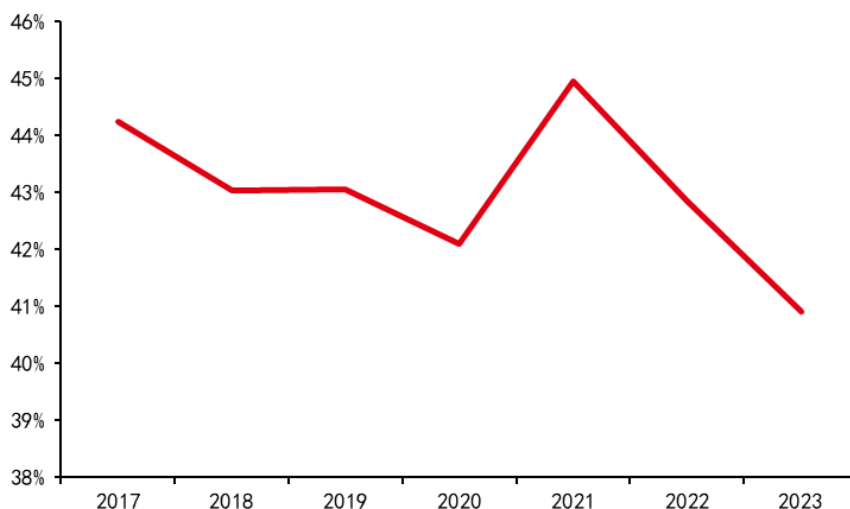
图表16：国内外知名电梯上市公司利润对比（亿元，人民币）



资料来源：Wind, iFind, 中邮证券研究所

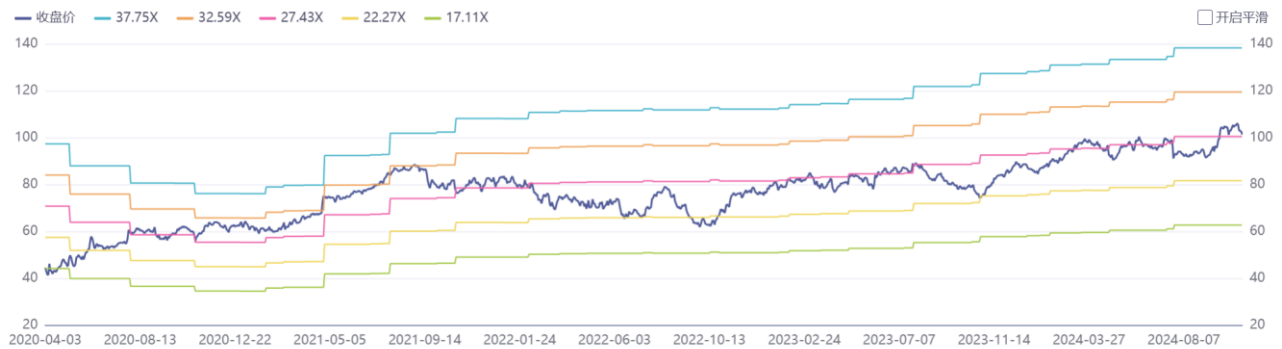
随着新梯市场见底+后市场逐步发力，国内龙头企业估值有望向海外龙头逐步靠拢。以海外龙头奥的斯为例，其估值水平（PE-TTM）常年维持在20-30倍的区间，远高于国内整梯厂，我们认为其主要原因为奥的斯的新设备销售收入占比不高，且整体呈下降趋势，截至2023年已经下降到41%，这意味着奥的斯后市场占比接近6成，后市场相较于新设备市场，其需求更为稳健，受下游地产、基建资本开支影响较小，且更偏向于轻资产运营，自由现金流要优于设备类业务，常年通过回购+分红的形式回馈投资者，因此给更高的估值是非常合理的。展望国内整梯厂，后续随着新梯市场见底+维保业务的持续发力，商业模式与自由现金流有望持续向好，估值亦有望向海外龙头企业逐步靠拢。

图表17：奥的斯新设备收入占比



资料来源：iFind, 中邮证券研究所

图表18: 除 2020 年初疫情影响外, 奥的斯估值 (PE-TTM) 常年维持在 20-30 倍的区间



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

1.5 相关上市公司

图表19: 电梯行业相关上市公司介绍

公司名称	公司介绍
上海机电	上海机电股份有限公司业务是电梯制造、冷冻空调设备制造、印刷包装机械制造、液压产品制造、焊接器材制造、人造板机械制造、工程机械制造及电机制造等。公司的主要产品是电梯、印刷包装机械、焊接器材、液压机械等。公司不仅拥有“上海三菱”这一著名电梯品牌, 而且与有着“世界空调之父”之称的美国开利公司共同组建、经营其在华企业, 形成了品牌优势和规模优势, 带动了公司其它领域的共同发展, 形成了机电一体化产业板块, 具有强劲的发展势头。
广日股份	广州广日股份有限公司是一家主营业务包括研发、设计、生产、安装、维修及保养电梯、自动扶梯、自动人行道等设备, 设计和生产电梯电气零部件及相关电气产品、电梯导轨以及相关零配件, 并提供物流配送等完整电梯产业链服务。主要产品是电梯整机及零部件业务、智慧楼宇、智慧园区数字化整体解决方案业务、智能停车设备业务、智慧照明业务。
康力电梯	康力电梯股份有限公司主营业务为电梯、自动扶梯、自动人行道及成套配件的产品研发、生产、销售及整机产品的安装和维保。公司主要产品包括电梯、自动扶梯、自动人行道及成套配件。公司是中国电梯业首家上市企业, 历年来获得过包括“中国质量诚信企业”、“全国建设机械与电梯行业质量金奖”、“政府采购优秀供应商”、“江苏省质量奖”、连续七年跻身“全球十大电梯制造商TOP10”等众多荣誉。
同力日升	江苏同力日升机械股份有限公司的主营业务是电梯部件及电梯金属材料的研发、生产和销售。公司的主要产品包括扶梯部件、直梯部件和电梯金属材料等。
沪宁股份	杭州沪宁电梯部件股份有限公司主营业务为从事包括电梯安全部件在内的各类电梯重要部件和部件系统的开发设计、生产制造和销售。主要产品大类有安全钳、限速器、缓冲器、夹绳器、滚轮导靴。
远大智能	沈阳远大智能工业集团股份有限公司主要从事客梯、自动扶梯、自动人行道及配套件的产品研发、生产、销售及整机产品的安装和维保业务。
展鹏科技	展鹏科技股份有限公司主要从事电梯门系统、电梯一体化控制系统、电梯轿厢及门系统配套部件的研发、生产与销售。
森赫股份	森赫电梯股份有限公司主营业务为电梯、自动扶梯和自动人行道的研发、制造和销售, 并提供相关安装和调试服务, 以及电梯维修保养、配件销售、更新改造等后市场服务。
快意电梯	快意电梯股份有限公司主要从事电梯、自动扶梯和自动人行道的研发、制造、销售及相关产品的安装、改造和维保服务。
梅轮电梯	浙江梅轮电梯股份有限公司的主营业务是客梯、货梯、自动扶梯、自动人行道及配套件的产品研发、生产、销售及整机产品的安装和维保业务。
华菱精工	宣城市华菱精工科技股份有限公司主要从事电梯类、机械式停车设备类、风电类等配件产品的研发、生产和销售。公司的主要产品为对重块、钣金件、电梯补偿缆、干燥设备、玻璃钢防护网。
通用电梯	通用电梯股份有限公司的主营业务是从事电梯、自动扶梯、自动人行道的产品研发、设计、制造、销售、安装、改造及维保业务。

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

2 风险提示

竣工端下行超预期风险、竞争格局恶化风险、加装/更新/维保业务开拓不及预期风险。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048