

中际联合（605305.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月20日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	37.25
总市值	79.16亿
PE-TTM	14.12
PB-MRQ	2.58

估值结果

	价值	107.40亿
DDM估值	上行空间	36%
	状态	偏低估
	价值	112.55亿
动态估值	上行空间	42%
	状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

中际联合是全球领先的高空安全作业设备及服务解决方案提供商，核心业务聚焦专用高空安全作业设备的研发、生产与销售，产品现阶段主要应用于风力发电行业，在风电升降设备细分市场占有率全球领先。

中际联合成长空间较好，短期受益于风电行业景气回升与新签订单增长，长期受益于全球风电装机扩张，以及存量技改需求释放与非风电领域的持续拓展。公司盈利趋势较尚可，凭借较强的产品定价能力和海外业务的高毛利率，整体盈利水平维持在较高区间。公司产业格局较好，在风电高空安全设备这一利基市场中具备较强议价能力，下游客户虽为全球头部整机商，但因产品涉及人身安全且占风机成本极低，客户价格敏感度不高；上游原材料可通过长协采购与产品提价部分对冲价格波动。公司护城河较强，主要体现在全球领先的市场份额，以及产品涉及人身安全带来的高客户粘性与品牌壁垒。

基于我们对公司的假设，我们认为中际联合在风电高空安全设备这一利基市场中龙头地位稳固，当前在手订单饱满、新签订单持续高增，长期受益于全球风电装机扩容与风机大型化带来的产品升级需求，目前公司估值处于偏低估区间。

我们区别于市场的观点

市场普遍预期中际联合核心增长来自国内风电装机持续扩张与海外市场份额进一步提升两大引擎，公司作为全球风电高空安全设备龙头将充分受益于行业景气度上行，机构一致看好其成长性与盈利能力。

我们认为公司发展存在一定不确定性：公司业务高度集中于风电领域，下游客户集中度较高，整机商压价压力可能逐步传导至零部件环节；同时海外市场虽毛利率较高，但贸易政策变动可能对出口造成扰动。

风险提示

公司业务高度集中于风电领域，下游客户集中度较高且风机大型化趋势下单GW价值量存在下降风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发强度	5
3.2 人力资源密集度	5
3.3 人力资源高端度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

中际联合的主营业务为专用高空安全作业设备的研发、生产与销售，并提供高空安全作业服务，核心产品包括塔筒升降机、免爬器、爬塔机、工业升降机等高空安全升降设备，以及爬梯及防坠落系统、救生缓降器、速差器等高空安全防护设备。

2. 业务介绍

对于中际联合公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

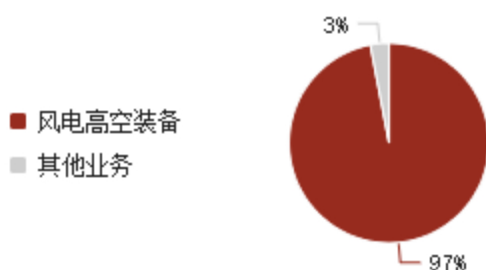
风电高空装备：

该业务是公司传统核心主业，覆盖塔筒升降机、免爬器、爬塔机等高空安全升降设备，以及爬梯及防坠落系统、救生缓降器等高空安全防护设备，广泛应用于陆上及海上风力发电领域。公司产品现已在全球17个行业实现应用，尤其在风力发电细分市场占有率先居全球第一。我们对该业务的市场界定为全球市场。

其他业务：

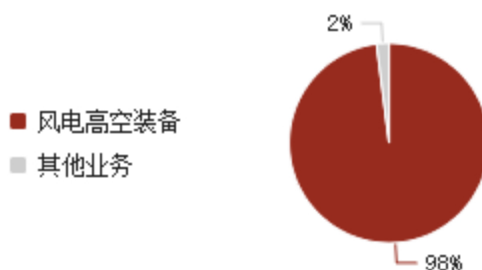
该业务是公司基于核心技术与产品能力向非风电领域的横向延伸，覆盖工业及建筑升降设备、安全防护用品、应急救援产品等，目前已拓展至电网、通信、火力发电、建筑、桥梁、消防、仓储等17个行业。公司沿“一横一纵”战略持续拓展新的应用场景。我们对该业务的市场界定为全球市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

中际联合的商业模式，核心是依托在风电高空安全作业设备领域的全球领先地位，以及产品涉及人身安全所构筑的品牌与客户高粘性壁垒，横向拓展至多元行业应用场景，纵向深耕产品迭代与服务升级，以构建“全生命周期的确定性和可靠性”这一竞争壁垒。

3.1 研发强度

低 较低 **中等** 较高 高

2025年公司研发费用为7931.02万元，同比下降6.65%；研发费用占营业收入的比例降至4.22%。研发费用下降主要系“研发项目结构优化，人工成本及材料耗用同比减少所致”。公司此前的“年产5万台高空作业安全设备项目一期”和“建设研发中心项目”已结项，研发支出结构由基础能力建设转向产业化技术攻关。虽然研发投入绝对额有所下滑，但公司围绕风机大型化趋势重点布局了齿轮齿条式升降机、大载荷升降机等新产品，并拓展了储能、电网等多场景的能源安全系统解决方案。综合来看，研发费用率4.22%在制造业中属于中等水平，评为“中等”。

3.2 人力资源密集度

低 较低 中等 **较高** 高

2025年末公司员工总数为956人。公司业务已覆盖全球超70个国家和地区，并在美国芝加哥、德国汉堡、印度金奈设有全资子公司。全球化布局对人力资源投入要求较高，近千人的员工规模与公司约18.78亿元的营收体量相匹配。人均薪酬达38.26万元，处于较高水平。人力资源密集度评为“较高”。

3.3 人力资源高端度

低 较低 中等 **较高** 高

2025年公司研发人员共158人，占总人数比例为17.00%。公司累计获得全球专利600余项、资质认证170余项。北京团队约300人“以研发营销为主”，海外团队亦配备了50名外籍员工。核心高管多拥有知名高校本科学历。研发人员占比17%处于较高水平，且专利与认证成果丰富，对高素质研发与国际化人才的需求持续存在。人力资源高端度评为“较高”。

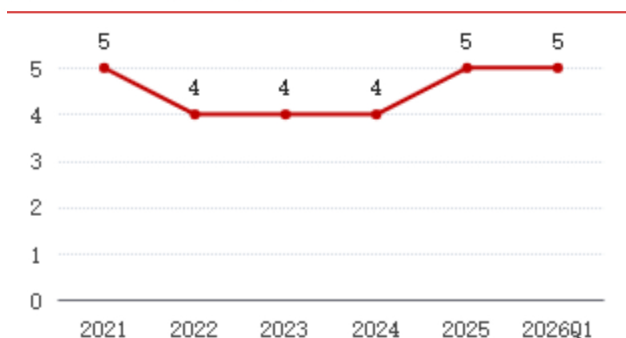
4. 历史经营绩效

中际联合盈利能力和成长能力星级极好，业务控制力星级表现一般，股东回报星级持表现优秀。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



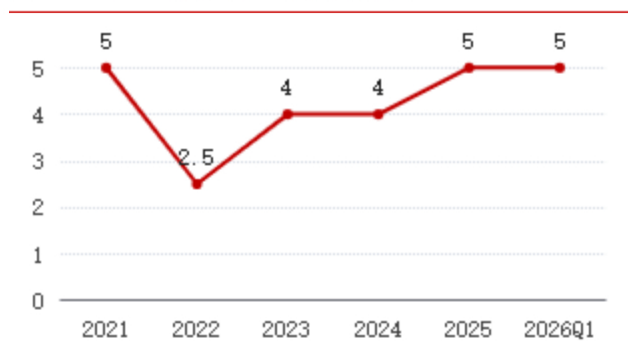
数据来源：公司财报，壹评级

2021年受益于风电行业景气及产品升级，收入利润较快增长，但原材料涨价致毛利率承压。2022年受国内风电装机阶段性延缓及成本压力影响，盈利能力有所下滑。2023年海外市场加速放量带动毛利率回升，但新业务拓展致费用增长。2024年盈利能力持续改善，费用管控优化提振净利率。2025年外销占比突破50%，叠加降本增效，毛利率与净利率显著回升带动盈利能力持续提升。2026年一季度盈利势头延续。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



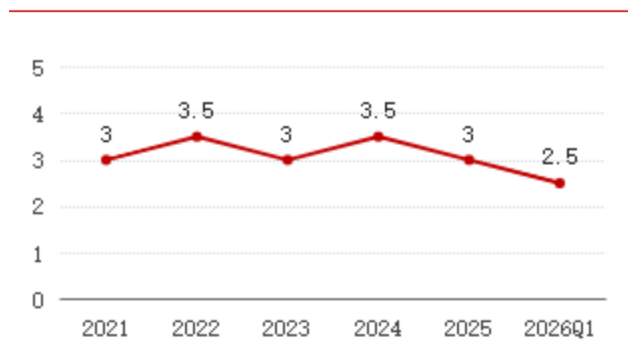
数据来源：公司财报，壹评级

2021年，受益于风电行业高景气及产品升级，公司营收与利润均实现较快增长。2022年，受国内风电装机阶段性延缓及行业竞争加剧影响，收入与利润均出现明显下滑。2023年，公司成长能力显著修复，营收与利润恢复较快增长，主要得益于海外市场加速放量。2024年，成长能力持续向好，利润增速显著跑赢收入增速。2025年，成长能力大幅提升，营收与利润均实现高速增长。2026年一季度，成长势头延续，营收与利润继续保持较快增长。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★☆☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



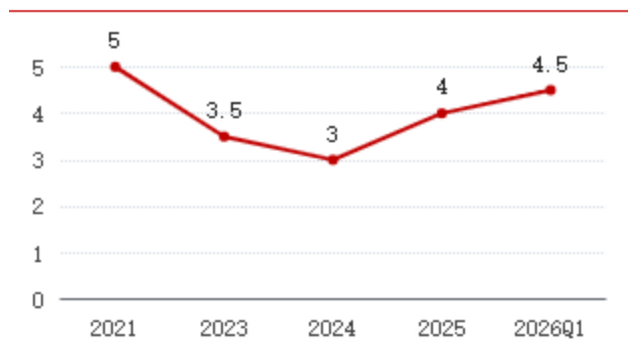
数据来源：公司财报，壹评级

2021年，应收账款随规模扩张有所增加，但回款质量良好，现金流保持健康。2022年至2023年，受下游付款节奏放缓影响，应收账款持续攀升，现金回收效率有所下降。2024年，现金流同比大幅改善，但应收账款体量仍较大。2025年，应收账款进一步增长，信用减值损失增加，现金流同比小幅下降。2026年一季度，受应收款项及支付供应商款项增加影响，现金流净额转负。整体来看，公司规模扩张过程中对下游的议价能力和回款管理面临一定压力。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2021年，公司上市初期推出高送转方案，股东回报力度较大。2022年，受盈利下滑影响，分红力度有所下调。2023年，公司延续转增股本，但现金分红进一步下降。2024年，伴随盈利改善，分红水平有所回升。2025年，公司首次实施中期分红，叠加年末分红，全年分红力度显著提升。2026年一季度，公司延续高分红政策。整体来看，2024年以来，股东回报伴随盈利能力改善而逐年增强。

5. 四维评级

综合来看，公司成长空间星级较高，盈利趋势星级尚可，产业格局以及护城河星级较高。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力较好，作为全球风电高空安全设备龙头，深度受益于“十五五”风电年均装机不低于120GW的政策红利；海外市场持续扩张，叠加风机大型化趋势下单台设备价值量提升以及存量改造需求释放，中期成长确定性较高。

风电高空装备(3.5星)：

该业务是公司当前核心的成长驱动力。国内市场，“十五五”期间年均新增装机目标明确，为设备需求提供长期支撑；海外市场，公司全球化布局持续深化，外销收入占比已突破50%，凭借显著的产品性价比与服务优势，市场份额仍有提升空间。产品层面，公司顺应风机大型化趋势推出新一代升降设备与安全防护产品，存量改造需求叠加新建项目需求共同驱动订单增长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利能力较好，毛利率与净利率均处于较高水平。盈利提升主要得益于海外收入占比持续提升，外销毛利率显著高于内销，叠加降本增效贯穿经营管理全过程、运营效能持续优化及综合费率合理管控。

风电高空装备(3星)：

该业务是公司利润的核心来源。作为全球风电高空安全设备龙头，公司在风电领域拥有较强的产品定价权。随着风机大型化趋势下齿轮齿条升降机、大载荷升降机等价值量更高的产品销量增加，产品结构持续优化带动该业务毛利率稳步提升。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局星级较好，公司为全球风电高空安全设备龙头，在风电高空安全设备这一利基市场中具备显著的龙头地位与议价能力。

风电高空装备(3.5星)：

该业务确立了公司在全球风电高空安全设备领域的顶尖地位。公司核心升降产品在国内风电行业市占率长期稳定在70%左右，且在新增装机与存量替换市场均保持主导地位；在国际市场占有率超过30%，其中免爬器在北美市场占有率接近100%。产品已覆盖全球75个国家和地区。凭借在细分领域较强的竞争壁垒与产品定价权，公司对下游客户具备良好的议价能力

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级较好，产品涉及高空作业人身安全，客户对品牌和可靠性有极强粘性，存在较高的品牌与信任壁垒。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
风电高空装备	(3.5星) 该业务护城河宽度星级较好，公司为全球风电高空安全设备领域龙头企业，核心升降产品在国内风电行业市占率约70%，在国际市场占有率超过30%，免爬器在国际市场占有率接近100%。经壹评级调整后，该业务的ROE和ROIC均超过20%。公司业务控制力星级较好，下游话语权较强，得益于产品涉及高空作业人身安全所带来的极高客户粘性与品牌信任壁垒，下游客户对其品牌、技术实力和规模化交付能力高度认可。	(3.5星) 公司该业务护城河持续性较好，护城河主要为技术优势与转换成本。技术优势方面，公司是国内较早进入高空安全作业设备领域的专业制造商之一，在升降设备、安全防护设备领域拥有深厚的研发积累与制造经验，能够围绕风机大型化趋势持续推出满足市场需求的新产品；转换成本方面，产品涉及高空作业人身安全，风机厂、风电运营商和设备安装方的安全性诉求强烈，安全准入门槛高，客户对品牌的信任一旦建立便极难切换，且产品占风电机组建设总成本极低，客户缺乏更换供应商的动机，由此形成了极高的客户粘性与转换壁垒。长期看，公司该业务的护城河可能面临挑战：随着风机大型化持续推进，公司所在环节单GW价值量存在下降风险；公司业务高度集中于风电领域，若下游行业政策或装机节奏出现波动，将直接影响设备需求。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于风电行业景气度持续提升、“十五五”规划明确年均新增装机不低于120GW，以及海外风电市场加速放量的背景下，下游风机需求增长带动公司高空安全设备出货量持续提升的假设，目前公司估值偏低估。

6.1 核心假设及逻辑

收入假设：

- 1) 根据“十五五”期间国内装机规划，风电行业景气度持续提升，带动下游风机新增与存量改造需求同步增长，公司高空安全升降设备出货量有望持续提升。
- 2) 风机大型化趋势和海上风电需求提升的前提下，未来塔筒升降机的需求占比逐步提升，免爬器需求占比逐步下降，直至升降机完全替代免爬器。
- 3) 海外市场方面，公司免爬器在国际市场占有率接近100%，欧洲升降机市占率约30%，2025年外销收入同比增长超50%，海外渗透率仍有较大提升空间。海外业务毛利率显著高于国内，外销占比提升将增厚收入体量。
- 4) 存量改造需求方面，全球多个市场都有风电高空设备的技改需求，随着风机运行年限增长，未来改造市场将给公司贡献持续稳定的收入来源。
- 5) 我们预计公司2026-2030年的风电高空装备业务收入CAGR为9.1%。

盈利能力假设：：

1) 毛利率：我们认为，随着海外业务收入占比持续提升，叠加齿轮齿条升降机、大载荷升降机等价值量更高的产品销量增加，产品结构持续优化，预计2026-2027年，公司毛利率有望小幅提升1-2个百分点，2028-2030年，在海外市场持续渗透与新产品放量的双重作用下，毛利率将呈现稳步缓增态势，后续逐步进入平稳运行区间。

2) 费用率：未来，随着海外市场持续拓展及新业务领域布局深化，预计销售、管理费用将有所增加；为适应风电大型化趋势及新产品开发需求，研发费用预计将有所提升，研发费用率有望保持稳定或略有回升。

表2：公司整体业绩预测

中际联合	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	11.0	13.0	18.8	22.0	24.6	27.0	29.0	31.1
归母净利润(亿)	2.1	3.1	5.3	6.3	6.1	6.3	6.5	6.7
归母净利润增速(%)	33.2	52.3	68.5	18.3	-2.6	3.1	3.5	2.0
经营性净利润(亿)	1.7	2.6	4.9	6.1	6.0	6.2	6.5	6.7
经营性净利润增速(%)	29.7	55.1	88.0	25.7	-2.6	3.2	6.0	2.0
经营性归母净利润(亿)	1.7	2.6	4.9	6.1	6.0	6.2	6.5	6.7
经营性归母净利润增速(%)	29.7	55.1	88.1	25.6	-2.6	3.2	6.0	2.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

风电高空装备	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	10.7	12.6	18.2	21.3	23.7	25.9	27.8	29.8
收入增速(%)	38.2	17.6	44.6	16.6	11.5	9.5	7.4	7.0
经营性净利润(亿)	1.6	2.5	4.7	5.9	5.7	5.9	6.2	6.3
经营性净利率(%)	15.0	19.8	25.9	27.9	24.1	22.6	22.3	21.3
经营性净利润增速(%)	30.0	55.2	88.6	25.7	-3.7	2.8	5.9	2.2
其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.3	0.4	0.6	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3
收入增速(%)	38.2	17.6	44.6	24.2	28.6	22.2	9.1	5.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
经营性净利率(%)	18.3	23.7	28.2	28.9	28.9	26.3	26.3	24.6
经营性净利润增速(%)	23.6	52.4	72.5	27.0	28.5	11.4	9.1	-1.8

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
风电高空装备	3.0%	中低	较好	较强	7.5%	15	6.3
其他业务	3.8%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	0.3
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
风电高空装备(亿)	15.1	71.2	86.2	22.7	-	-	108.9
其他业务(亿)	0.4	2.5	3.0	0.7	-	-	3.7
公司整体测算(亿)	15.5	73.7	89.2	23.4	-	-	112.5

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
风电高空装备(亿)	41.6	39.3	80.8	22.7	-	-	103.5
其他业务(亿)	1.6	1.6	3.2	0.7	-	-	3.9
公司整体测算(亿)	43.2	40.8	84.0	23.4	-	-	107.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

中际联合盈利能力的持续性和弹性存在一定不确定性，主要取决于下游风电装机节奏能否保持稳定、海外市场拓展能否持续贡献高毛利增量，以及风机大型化趋势下产品结构优化能否有效对冲单GW价值量的下降，公司整体估值确定性不算高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。