

# 605305

中际联合

## Davis Matrix 深度分析报告

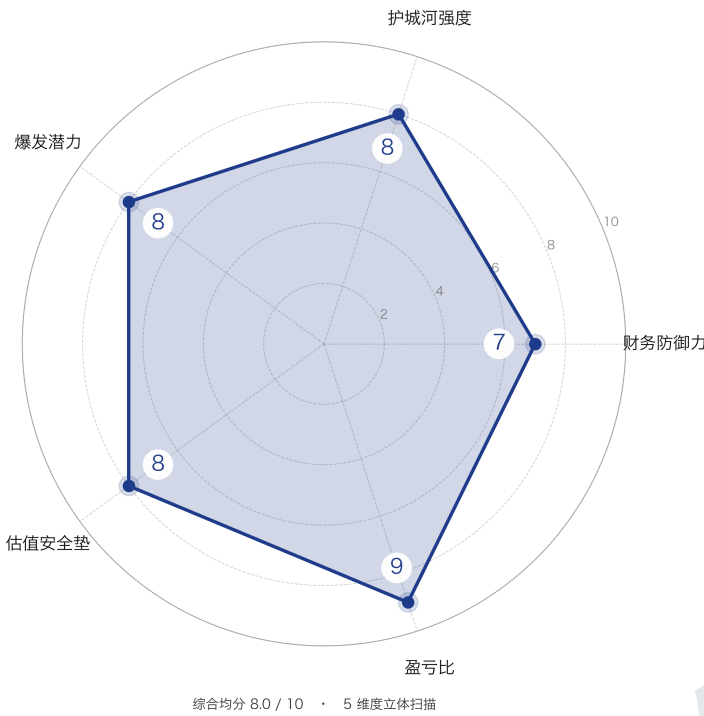
财务压测 · 护城河评估 · 收入演化 · PEG 估值回归

标的代码	605305
行业分类	机械设备-通用设备-其他通用机械
报告日期	2026-05-31
数据基准	2026Q1
当前价格	CNY 41.21
分析引擎	Davis Matrix V3.0

M-00

### 综合 Alpha 评级 DaviX Alpha Executive Summary

#### DaviX Alpha 综合评级



维度	评分
财务防御力	7 / 10
护城河强度	8 / 10
增长潜力	8 / 10
估值安全垫	8 / 10
盈亏比	9 / 10

[财务] 2026Q1毛利率超50%创历史新高，但应收账款增幅高达40.81%，经营现金流流出902万元，需要警惕回款压力；  
 [护城河] 国内市占率达60%以上，海外极高市占率及严格安全认证形成了极高技术壁垒；  
 [估值] 2026E PE 处于13.5倍，PEG 仅0.74 显著低于 1.0 具有 GARP 吸引力；综合盈亏比极高，具有出色的安全边际。

综合评分：★★★★★ (2026Q1 实测)

核心物理指标	实测数值	AI 模型状态评估
营业收入	0.439 十亿 CNY	同比增长38.41%，环比呈现季节性放缓但整体延续高成长景气度，风电大载荷新设备渗透率提升是主因。
毛利率	50.42%	同比增加1.78个百分点，首次单季突破50%关口，主要由于高毛利的海外业务（历史外销毛利约59%）占比在26Q1升至53.8%，且高端免爬器及大载荷升降机等高价值产品占比持续提升。
经营活动产生的现金流量净额	-0.009 十亿 CNY	较去年同期的+127.52万元大幅降至-902.40万元，变动幅度达-807.65%，主要由于应收账款及垫付供应商货款的同步增加，反映出产业链中游设备供应商普遍承受的动销与回款压力。
合同负债	0.308 十亿 CNY	环比2025年末的2.73亿元增加12.65%，体现一季度发货和执行订单持续走高，但在手尚未确收订单同比微幅降低8.35%，表明交货确收节奏加快而新增大额批量订单可能受到阶段性节奏约束。

⚠ 风险信号：应收账款周转恶化与资金占压风险（高优先级）

中际联合一季报凸显出极强的产品盈利弹性，海外占比提升与产品升级成功拉动毛利率超越50%分水岭。然而，净利率受制于短期财务费用波动及汇兑损失，更为核心的隐患在资产负债表一侧，应收账款增速跑赢营收且现金流失血，预示下游整机厂商正将自身账期压力向中游供应链传导。后续需紧密跟踪应收账款信用减值计提的压测。

护城河评分：★★★★★

维度	业务特点与参数演化	竞争熵增阻力评估
国际强制性安全认证壁垒	产品出海需通过欧盟CE、美国UL、德国TUV、加拿大CSA等极其苛刻的高空作业人身安全与质量认证体系。	极高进入壁垒。由于涉及高空人身安全，整机厂极其厌恶安全事故风险。新进入者除了要通过长达数年的繁杂认证外，还需要长期保持‘零事故’的声誉积累。对大客户而言，转换安全防坠设备的边际成本远高于其设备采购价，黏性极强。
海外本土化销售与售后保障网络	已在美国、德国、印度、巴西、阿联酋等地设立子公司与本土化售后服务团队，提供从备件到改造的全天候维护。	高进入壁垒。海外本地化服务属于典型的‘卖铲人’重资产+时间积累模式。竞争对手往往因缺乏海外本土支持，而无法进入对故障率和修复时长有刚性要求的欧美高端整机大客户名单。
一横一纵双机协作方案能力	大载荷升降机、齿轮齿条升降机与免爬器可协同部署于大型风力塔筒内部，大载荷高价值量产品的订单占比目前已超40%。	中高壁垒。随着风机大型化（如十五五规划之多场景），单机安全防护高度与载重能力面临全新物理挑战。公司具备全谱系研发和成套设备交付能力，使单机配套价值量大幅度上涨，技术领先度处于绝对上风。

中际联合在风电细分高端配套领域的护城河正在因全球存量改造（尤其是欧洲、美洲旧风机安全配置强制升级）与风电主板升级（大载荷升降机需求激增）而不断加深。非风电多场景高空设备布局是其突破主业TAM瓶颈的终极盾牌，目前在技术和渠道壁垒端均无同口径对手能够形成实质性威胁。

M-03 未来收入演化路径 Revenue Drivers & Timeline

风机大型化大载荷升降机迭代

FY2026-FY2027

国内风电大叶片与塔筒高度不断刷新纪录，传统爬梯或微型登高器安全性严重滞后，强制性配备大载荷升降机、齿轮齿条升降机成为新增风机刚需，单台风机配套设备价值量随升级而抬升，驱动主打产品量价齐升。

预计每年增加1.5亿-2.0亿元营收增量

海外（欧、美）存量老旧塔筒设备改造技改

FY2026-FY2028

欧美存在超过15万台早期服役风机面临设备老化与安全合规缺陷，急需对既有爬梯升级改造。公司利用美国、德国等先发分支机构直接锁定当地技改，免爬器因具有专利壁垒且市占极高，产品售价及毛利保持坚挺。

预计年均贡献2.0亿-2.5亿元的海外收入增量

多行业高空安全跨界渗透（第二增长曲线）

FY2026-FY2029

公司持续将成熟安全升降及防护系统，横向移植至建筑、电网建设、通信塔桅、桥梁检测、消防救援等17个高空特种行业。得益于先发工程优势与研发复用，新领域多场景渗透将打破风电行业的景气波动，拉长成长周期。

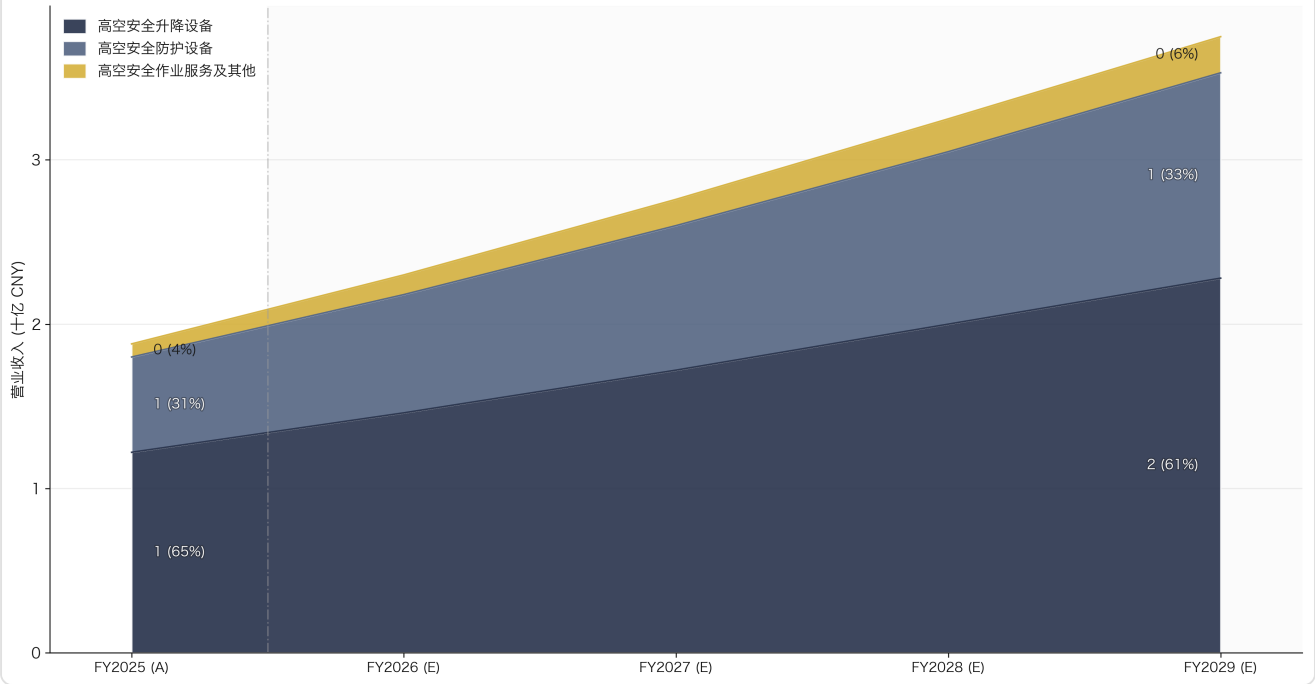
预计提供1.0亿元以上的第二曲线跨界收入

市场增长矩阵（单位：十亿 CNY）

区域/业务线	FY2025 (A)	FY2026 (E)	FY2027 (E)	FY2028 (E)	FY2029 (E)	Next 4Y CAGR (y0→y4)
高空安全升降设备	1.22	1.46	1.72	2.00	2.28	+16.9%
高空安全防护设备	0.58	0.72	0.88	1.05	1.25	+21.2%
高空安全作业服务及其他	0.08	0.12	0.16	0.20	0.22	+28.8%
<b>Total Revenue</b>	<b>1.88</b>	<b>2.30</b>	<b>2.76</b>	<b>3.25</b>	<b>3.75</b>	<b>+18.8%</b>
<b>Net Profit</b>	<b>0.53</b>	<b>0.65</b>	<b>0.78</b>	<b>0.92</b>	<b>1.06</b>	<b>+18.9%</b>

## DaviX 第二曲线与营收演化路径

FY2025 (A) → FY2029 (E) · 规模 ×1.99



DaviX 第二曲线与营收演化路径 · 十亿 CNY

中际联合成长性已经历第一阶段国内陆上抢装景气的 $\beta$ 拉动，未来演变的水分岭在于高毛利出海改造订单与非风电横向拓展的兑现效率。合同负债同比的轻微滑落提示不可一味极度乐观，精细化账期管理和多场景拓展将是保证未来中枢20%左右营收CAGR的关键阀门。

Davis Matrix

Forward PE	CAGR	PEG	当前价格
<b>13.47x</b> Forward PE, 基于 FY2026E EPS = 3.0585	<b>+20.2%</b>	<b>0.67</b>	<b>CNY 41.21</b>

财年	净利预期	EPS	悲观	基准	乐观	涨幅
<b>2025A</b>	0.53 十亿 CNY	<b>2.4939</b>	/	/	/	/
<b>2026E</b>	0.65 十亿 CNY	<b>3.0585</b>	33.64	<b>45.88</b>	55.05	<b>+11.33%</b>
<b>2027E</b>	0.78 十亿 CNY	<b>3.67</b>	40.37	<b>55.05</b>	66.06	<b>+33.58%</b>
<b>2028E</b>	0.92 十亿 CNY	<b>4.329</b>	47.62	<b>64.94</b>	77.92	<b>+57.58%</b>
<b>2029E</b>	1.06 十亿 CNY	<b>4.9878</b>	54.87	<b>74.82</b>	89.78	<b>+81.56%</b>



DaviX 估值回归通道 · PE 锚点 13.47x · Forward PE, 基于 FY2026E EPS = 3.0585

在PE估值定价框架下, 当前股价对应的TTM PE (15.62x) 和2026E PE (13.5x) 具有极佳的安全边际。PEG 0.74 强烈彰显成长与价格的不匹配性, 主业及海外拓展能确保其基准情景。极高毛利的竞争壁垒封锁了下行风险, 即使在悲观关税黑天鹅情景 (对应11x PE安全底线33.66 CNY) 下, 下行空间亦高度可控, 当前股价提供了非常合理的GARP盈亏比配置区间。

## SEVERE · 高优先级风险

## SEVERE P=HIGH 应收账款周转恶化与资金占压风险

触发条件：应收账款占归母净利润比重超过130%且连续两个季度经营现金流净流出超5000万元

领先指标：应收账款周转天数（DSO）与季度经营现金流净额

概率分档：high

传导路径：下游风电整机厂及项目业主付款账期延长→信用减值损失计提增加→归母净利润被蚕食→流动资金占用，被迫增加有息负债→财务杠杆上升与估值风险溢价贴水 · 模块：financials

## SEVERE P=LOW 出口美国高额关税政策卷土重来或豁免中止

触发条件：美国对中国出口的301关税加征幅增至50%以上且取消非机动高空安全设备的既有豁免权

领先指标：美国贸易代表办公室（USTR）关税覆检与豁免清单更新公告

概率分档：low

传导路径：关税提高 landed cost 导致美国区域毛利率骤降→公司分担部分税费或产品被迫提价→销量下滑、核心免爬器盈利贡献折损→估值中枢向下修正 · 模块：moat

## WATCH · 关注级风险

## WATCH P=MEDIUM 下游风电新增装机量不及预期

触发条件：国内年度新增风电装机量下滑至90GW以下，或全球新增风电容量低于130GW

领先指标：国内每月风电招标量（GW）及设备招标均价

概率分档：medium

传导路径：风电装机进度拖延→新增塔筒安全设备采购量萎缩→设备出货量大幅放缓→工厂产能利用率下降拖累毛利率→营收增速无法达标 · 模块：revenue

## 声明 / Disclaimer

本报告由 Davis Matrix 实验室根据 2026Q1 财报实测值自动生成。所有数据基于公开信息和 AI 模型推演，仅供研究参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。请独立判断并咨询持牌顾问。

REPORT\_GEN: Davis Matrix V3.0 // 2026-05-31