

杭叉集团 (603298.SH)

强烈推荐 (维持)

新能源叉车量价齐升，盈利能力将持续提升

杭叉集团发布中报，公司 22H1 实现营业收入 75.24 亿元，同比+2.14%；实现归母净利润 4.56 亿元，同比-9.62%，好于预期，好于行业平均水平。Q2 毛利率 16.85%，环比+1.57pct；Q2 净利率 7.50%，环比+2.01pct；原材料价格下降，出口业务贡献度提升，锂电叉车销售占比提升，均有利于毛净利率改善，且属于未来长期趋势。当前估值具有安全边际，给予“强烈推荐”评级。

- 公司 22H1 实现营业收入 75.24 亿元，同比+2.14%；实现归母净利润 4.56 亿元，同比-9.62%。Q2 单季度主营收入 39.21 亿元，同比-2.34%，环比+8.82%。
- 龙头展现强劲韧性，出海成为公司亮点，量价齐升。通用制造整体处于周期底部，二季度叉车行业销量同比-15%，杭叉内销量同比-8.4%，外销量同比+50%，外销收入同比+80%。I、II、III 类车总体比去年同期增长超过 25%，杭叉作为龙头表现远好于行业。公司上半年锂电叉车及出口双重作用下，实现营收增长。利润同比微降，弱于收入主因中策橡胶会计报表利润调整，导致二季度投资收益较去年同期减少近 4000 万，外加可转债利息支出 1500 万。
- 内外因素均利好，毛净利率环比均改善。Q2 毛利率 16.85%，环比+1.57pct；Q2 净利率 7.50%，环比+2.01pct。自二季度起，原材料价格高位回落，公司原材料占总成本比重超 90%，大宗商品价格下降对毛利率改善贡献最大。外销比例提升亦有利于毛利率改善，外销叉车均价远高于内销叉车。以锂电叉车为例，外销均价在 29 万元左右，内销均价在 16 万左右。此外，人民币贬值及运价降低。至暗时刻已过，随着未来出口占比、锂电叉车占比、汇率、运价均向好，毛利率将逐步提升。
- 叉车成长空间仍然广阔，当下具备弱周期性。从每亿 GDP 对应叉车数量来看，中国近十年从 6 提升至 9，但仍与发达国家有明显差距（日本 14、美国 12、欧洲 14），预计中国从增量市场转存量市场仍有近 15 年的增长期，下游广泛及成长性使得叉车行业周期性弱于其他机械品种。当前主要销量集中在沿海地区，随着内陆劳动力价格的上升、内陆物流业发展、制造业升级，叉车使用量将大幅增长。
- 出口打开第二增长曲线，劳动力替代长逻辑不变。参考日本丰田叉车成长路径，可见出海之重要。杭叉在锂电叉车方面，依靠自身优秀的决策及中国锂电产业链优势，实现弯道超车，锂电叉车出口超预期。我们预计 22/23/24 年公司归母净利润 9.87/11.27/13.9 亿元，同比+9%/14%/23%，对应 PE 12.9/11.3/9.2 倍。当前估值具有安全边际，给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：原材料价格大幅上涨风险、国内疫情反复风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	11452	14490	15939	17851	21957
同比增长	29%	27%	10%	12%	23%
营业利润(百万元)	1026	1084	1180	1350	1671
同比增长	25%	6%	9%	14%	24%
归母净利润(百万元)	838	908	987	1127	1390
同比增长	30%	8%	9%	14%	23%
每股收益(元)	0.97	1.05	1.14	1.30	1.60
PE	15.2	14.0	12.9	11.3	9.2
PB	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

中游制造/机械
当前股价：14.7 元

基础数据

总股本 (万股)	86640
已上市流通股 (万股)	86640
总市值 (亿元)	127
流通市值 (亿元)	127
每股净资产 (MRQ)	6.6
ROE (TTM)	15.1
资产负债率	43.5%
主要股东	浙江杭叉控股股份有限公司
主要股东持股比例	44.64%

股价表现

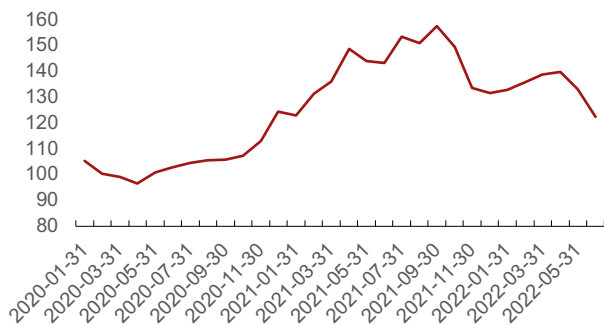


相关报告

- 《杭叉集团 (603298) — 业绩符合预期，出口增长超 70%》2022-04-20
- 《杭叉集团 (603298) — 疫情终将过去，电动化与国际化成为新增长点》2022-04-10
- 《杭叉集团 (603298) 营收利润再创新高，低排放叉车上量保增长》2021-08-19

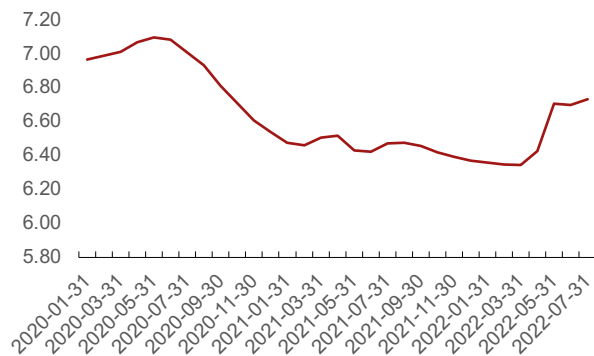
刘荣 S1090511040001
liur@cmschina.com.cn
胡小禹 S1090522050002
huxiaoyu1@cmschina.com.cn
吴洋 研究助理
wuyang2@cmschina.com.cn
朱艺晴 研究助理
zhuyiqing@cmschina.com.cn

图 1: 钢材价格指数



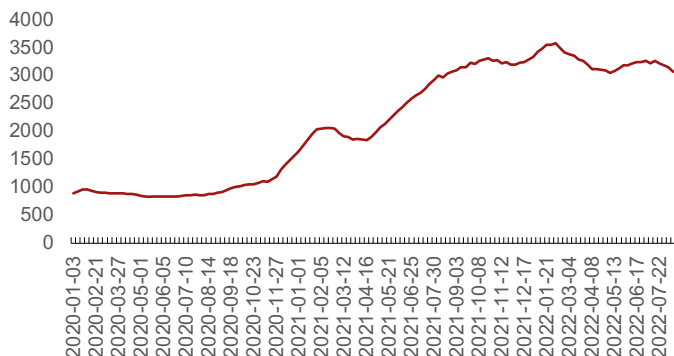
资料来源: 中钢协、招商证券

图 2: 美元兑人民币汇率



资料来源: Wind、招商证券

图 3: CCFI 运价指数



资料来源: Wind、招商证券

- **叉车成长空间仍然广阔，当下具备弱周期性。**从每亿 GDP 对应叉车数量来看，中国近十年从 6 提升至 9，但仍与发达国家有明显差距（日本 14、美国 12、欧洲 14），预计中国从增量市场转存量市场仍有近 15 年的增长期，下游广泛及成长性使得叉车行业周期性弱于其他机械品种。当前主要销量集中在沿海地区，随着内陆劳动力价格的上升、内陆物流业发展、制造业升级，叉车使用量将大幅增长。公司在全国范围内拥有超 100 家销售子公司、办事处，超 270 家经销商，成熟的销售网络不仅利于开拓市场，亦有助于公司后市场业务的发展。
- **叉车出海开启另一块杭叉版图。**2022H1 外销 3.8 万台叉车，销量同比+50%，外销收入同比+80%，其中 58% 为电动叉车。锂电叉车价格相比美国本土企业产品低 10%-20%，交货期 8~10 周，而美国本土厂商的交货期为 4~6 月。公司现有 300 余家海外经销商，遍布全球 200 多个国家。其中，欧洲为公司出口主要目的地，美国为下一个着重突破点。过去公司叉车在美国销售主要通过 OEM 贴牌的方式，现已开展自主品牌的销售，拥有 50 余家经销商。公司的锂电叉车在美国备受好评，在价格优势明显的基础上，具备续航长、保养成本低、充电时间短等特点。现公司内外销比例为 7:3，未来希望通过加强海外拓展，不断提升海外收入占比，实现海外收入与国内收入同级别的目标。

图 4: 杭叉集团国内销售网络

国内销售网络



资料来源：公司公告、招商证券

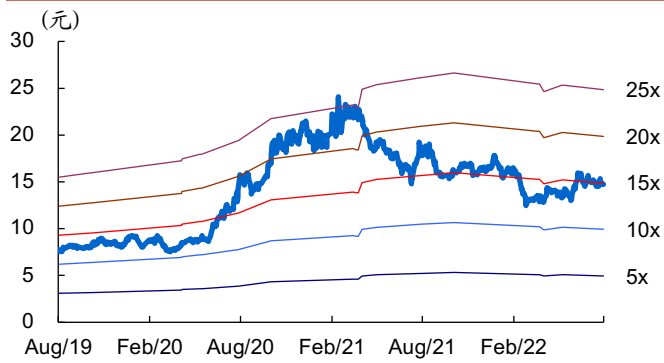
图 5: 杭叉集团全球销售网络

全球销售网络



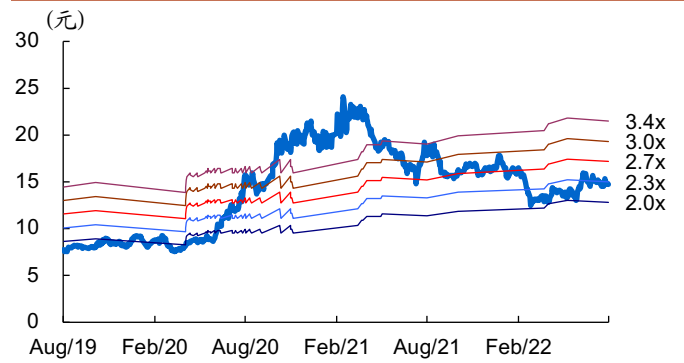
资料来源：公司公告、招商证券

图 6: 杭叉集团历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 7: 杭叉集团历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4806	6686	7195	8509	10424
现金	2112	2331	2590	3413	4274
交易性投资	7	455	455	455	455
应收票据	18	16	18	20	24
应收款项	800	1080	1074	1203	1480
其它应收款	64	141	156	174	214
存货	1248	1854	2012	2248	2755
其他	557	809	890	995	1222
非流动资产	3300	3711	3638	3575	3520
长期股权投资	1383	1503	1503	1503	1503
固定资产	1386	1405	1366	1332	1304
无形资产商誉	279	311	280	252	227
其他	252	492	490	488	487
资产总计	8107	10397	10833	12084	13945
流动负债	2697	3265	2970	3288	3970
短期借款	231	522	0	0	0
应付账款	1996	2193	2413	2696	3304
预收账款	253	241	265	296	362
其他	217	309	292	296	304
长期负债	66	1105	1105	1105	1105
长期借款	0	0	0	0	0
其他	66	1105	1105	1105	1105
负债合计	2763	4370	4074	4392	5075
股本	866	866	866	866	866
资本公积金	727	900	900	900	900
留存收益	3329	3834	4475	5305	6357
少数股东权益	421	428	518	620	747
归属于母公司所有者权益	4922	5600	6241	7071	8123
负债及权益合计	8107	10397	10833	12084	13945

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	914	16	1068	1021	1103
净利润	928	991	1077	1229	1516
折旧摊销	177	222	246	236	228
财务费用	40	73	0	(18)	(16)
投资收益	(228)	(217)	(253)	(253)	(253)
营运资金变动	(5)	(1074)	(4)	(190)	(408)
其它	1	21	1	17	36
投资活动现金流	645	(744)	80	80	80
资本支出	(169)	(352)	(173)	(173)	(173)
其他投资	815	(392)	253	253	253
筹资活动现金流	(80)	971	(889)	(278)	(322)
借款变动	120	142	(542)	0	0
普通股增加	248	0	0	0	0
资本公积增加	(234)	172	0	0	0
股利分配	(217)	(347)	(347)	(296)	(338)
其他	4	1003	(0)	18	16
现金净增加额	1479	243	259	823	861

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11452	14490	15939	17851	21957
营业成本	9122	12242	13468	15049	18444
营业税金及附加	55	46	50	57	70
营业费用	657	390	429	481	591
管理费用	300	330	363	407	500
研发费用	538	602	662	742	912
财务费用	(0)	11	0	(18)	(16)
资产减值损失	(29)	(38)	(38)	(38)	(38)
公允价值变动收益	7	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收益	39	39	39	39	39
投资收益	228	217	217	217	217
营业利润	1026	1084	1180	1350	1671
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	1026	1083	1179	1350	1670
所得税	99	92	102	120	154
少数股东损益	90	83	90	103	126
归属于母公司净利润	838	908	987	1127	1390

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	29%	27%	10%	12%	23%
营业利润	25%	6%	9%	14%	24%
归母净利润	30%	8%	9%	14%	23%
获利能力					
毛利率	20.3%	15.5%	15.5%	15.7%	16.0%
净利率	7.3%	6.3%	6.2%	6.3%	6.3%
ROE	18.1%	17.3%	16.7%	16.9%	18.3%
ROIC	17.4%	16.1%	15.8%	16.5%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	34.1%	42.0%	37.6%	36.3%	36.4%
净负债比率	2.9%	5.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	2.0	2.4	2.6	2.6
速动比率	1.3	1.5	1.7	1.9	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.6	1.5	1.6	1.7
存货周转率	8.3	7.9	7.0	7.1	7.4
应收账款周转率	15.4	15.1	14.6	15.4	16.1
应付账款周转率	5.8	5.8	5.8	5.9	6.1
每股资料(元)					
EPS	0.97	1.05	1.14	1.30	1.60
每股经营净现金	1.05	0.02	1.21	1.16	1.25
每股净资产	5.68	6.46	7.20	8.16	9.38
每股股利	0.40	0.40	0.34	0.39	0.48
估值比率					
PE	15.2	14.0	12.9	11.3	9.2
PB	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.4	11.5	10.5	9.5	7.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队：7 次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2019 年获 WIND 和金牛最佳分析师第一名。2020 年获 WIND 最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。