

锂电化加速国内叉车龙头崛起

2023年03月08日

➤ **叉车稳健增长，锂电化趋势确定。**①叉车下游以物流为主，需求稳健增长。从走势来看，我国叉车销量与社会物流总额同比波动整体趋势一致，2020 年受益国内疫情防控的成功，加速了国内叉车企业出口的进展。2006-2021 年我国叉车销量占全球销量比例从 14% 提升至 56% (销量 CAGR=16.1%)，2010-2016 年该占比保持在 31%-34% (销量 CAGR=8.1%)，但从 2017 年开始占比迅速提升至 2021 年的 56% (销量 CAGR=22.0%)，反映不仅国内需求旺盛，出口也从 2017 年的 12.6 万台上升至 2021 年的 31.6 万台，占我国叉车销量的比例近 30%，体现出我国叉车全球竞争力快速提升。②**锂电化趋势明确。**锂电池凭借其能量密度高、体积小、免维护、充电快、使用寿命长等诸多优点，在全球叉车行业得到了广泛的应用。2021 年我国锂电叉车总销售量达 33.3 万台，同比增长 106.3%。参考 Interact Analysis 预测，2021 年全球锂电叉车出货量占比 20% 出头，即约 45 万台，我国出货 33.3 万台，占比高达 74%，其中，国内销售量为 15.1 万台，同比增长 58.6%；出口销售量为 18.2 万台，同比增长 175.1%；出口销量同比增速高于国内。

➤ **我国叉车海外份额仍低，锂电化加速全球化。**①全球叉车由日德美主导，国内龙头全球份额仍低。参考美国 MMH 杂志数据，全球叉车巨头主要包括丰田/凯傲/永恒力/三菱/科朗/海耶斯-耶鲁，安徽合力和杭叉集团 2021 年排在全球第 7/8 名，2021 年销售额约 24/22.7 亿美元，仅为丰田的约 15%，凯傲的 32%，永恒力的 43%。从 2017-2021 年收入复合增速来看，国内安徽合力/杭叉集团/浙江中力分别为 15.5%/20.5%/28.9%，增速远好于海外巨头，一方面中国需求好，另一方面叉车在锂电产业的加持下，近几年国内出口强势。②**锂电产业&交期优势，国产叉车走向全球。**参考 Interact Analysis 预测，2021 年全球锂电叉车出货量占比 20% 出头，后续比例将持续提升，预计 2028 年全球出货量里将超过 50% 的叉车为锂电叉车，在锂电化叠加交期优势的情况下，国内叉车龙头有望加速走向全球。

➤ **杭叉作为国内最大叉车民企，激励到位，锂电叉车系列齐全，全球化有望加速。**公司是国内最大叉车民企，2021 年位居全球第 8 位，产品包括 1-48 吨内燃叉车、0.75-25 吨电动叉车、集装箱正面吊、空箱堆高机、牵引车、搬运车、堆垛车、越野叉车、高空作业车辆、强夯机等全系列、多品种的产品以及多款 AGV 智能工业车辆；公司成立 1956 年的国企，后改制为民企，目前核心高管持股，锂电叉车齐全，产业链深度绑定，有望在锂电化大趋势下受益。

➤ **投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别是 10.2/12.9/15.7 亿元，对应估值 18x/14x/11x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**海外需求下滑导致出口下滑风险，国内经济复苏低于预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	14,490	14,850	17,602	20,914
增长率 (%)	26.5	2.5	18.5	18.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	908	1,022	1,293	1,574
增长率 (%)	8.4	12.5	26.5	21.8
每股收益 (元)	1.02	1.15	1.45	1.77
PE	20	18	14	11
PB	3.2	2.8	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 3 月 7 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

20.16 元



分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师 罗松

执业证书：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

1.杭叉集团 (603298.SH) 2022 年三季报点评：Q3 业绩超预期，出口较好&锂电化加速&成本改善-2022/10/23

2.杭叉集团 (603298.SH) 2021 年年报点评：业绩符合预期，锂电叉车放量，海外销售表现亮眼-2022/04/09

目录

1 国内最大民企叉车	3
1.1 国内最大民企叉车，2021 年全球销售额第八位	3
1.2 国企改革民企，高管层激励到位	3
1.3 业绩稳健增长，销量占全国 21%-26%	4
2 叉车稳健增长，锂电化趋势确定	7
2.1 叉车下游以物流为主，需求稳健增长	7
2.2 锂电化趋势明确，中国占据优势	8
3 我国叉车海外份额仍低，锂电化加速全球化	12
3.1 全球叉车由日德美主导，国内龙头全球份额仍低	12
3.2 锂电产业&交期优势，国产叉车走向全球	13
3.3 公司锂电叉车系列齐全，产业链深度绑定	15
4 盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测假设与业务拆分	16
4.2 估值分析	17
4.3 投资建议	17
5 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

1 国内最大民企叉车

1.1 国内最大民企叉车，2021 年全球销售额第八位

根据美国《现代物料搬运》杂志发布的全球工业车辆报告，回顾全球工业车辆近五年发展，现已基本形成了前五位相对稳定的竞争格局。丰田、凯傲、永恒力牢牢占据着全球前三甲；三菱组合并购 TCM、力至优、阿特莱特、欧克拉等成立三菱物捷仕株式会社，成为拥有工业车辆系列最全，品牌最多的供应商，跃升为全球第四；近年来，随着物流自动智能化的高速发展，科朗得益于这方面的大力投入及市场普及，在 2017 年的排位当中跃升第五位。全球叉车行业品牌集中度较高，2021 年全球销量前五企业的销量在全球叉车销量中占比超过 50%。在美国《现代物料搬运》杂志根据 2021 年各大企业营收情况统计发布的全球叉车制造商排行榜中，前 10 名分别是丰田（日本）、凯傲（德国）、永恒力（德国）、三菱（日本）、科朗（美国）、海斯特-耶鲁（美国）、安徽合力（中国）、杭叉集团（中国）、斗山（韩国）和曼尼通（法国），其中丰田 2021 年共实现销售 28.25 万辆、收入 159.2 亿美元，位居全球叉车制造商首位；第二名凯傲在 2021 年实现销售 29.94 万台、收入 73.7 亿美元；第三名永恒力在 2021 年的销量为 16.24 万台、收入 55.1 亿美元，杭叉集团销量为 24.8 万台，收入 22.7 亿美元，排在第 8 位，国内第二位。

表1：全球头部叉车企业信息情况（亿美元）

企业名	成立年份	总部	主要品牌	上市情况	2021A
丰田	1926 年	日本爱知县	Toyota/BT/Raymond/CESAB/台励福	东京，7203	159.2
凯傲	1904 年	德国威斯巴登	Dematic/STILL/Linde/宝骊	法兰克福，KGX	73.7
永恒力	1953 年	德国汉堡	Jungheinrich	法兰克福，JUNG_p	55.1
三菱	1937 年	日本东京	Mitsubishi/CAT/UniCarriers	东京，7105	40.4
科朗	1946 年	美国俄亥俄州	Crown/Hamech	-	40.1
海耶斯-耶鲁	1929 年	美国克利夫兰	Hyster/Yale/优特利	纽约，HY	30.7
安徽合力	1958 年	中国安徽	合力/HELI/CHL	上海，600761.SH	24.0
杭叉集团	1956 年	中国浙江	杭叉/HC/HANGCHA	上海，603298.SH	22.7
斗山	1968 年	韩国首尔	Doosan	-	13.5

资料来源：美国《现代物料搬运》，民生证券研究院

1.2 国企改民企，高管层激励到位

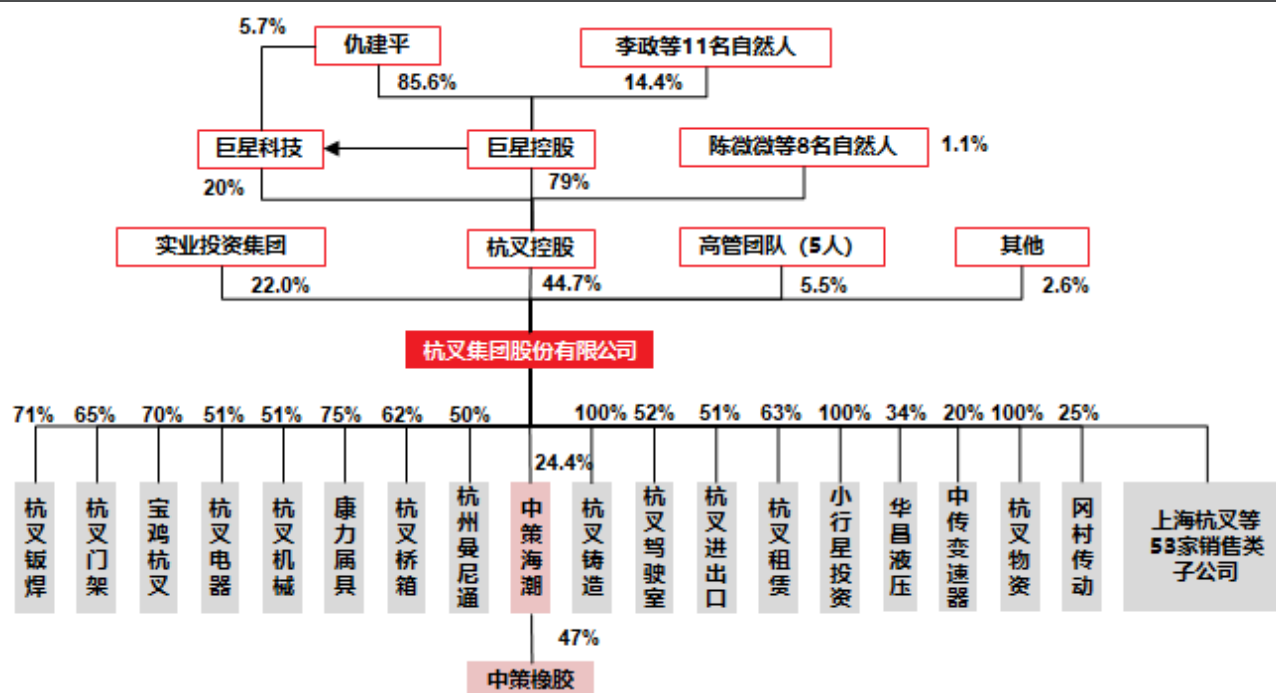
杭叉集团是中国目前最大的叉车研发制造企业之一，公司产品包括 1-48 吨内燃叉车、0.75-25 吨电动叉车、集装箱正面吊、空箱堆高机、牵引车、搬运车、堆垛车、越野叉车、高空作业车辆、强夯机等全系列、多品种的产品以及多款 AGV 智能工业车辆，规格品种达上万种，同时为客户提供智能物流整体解决方案以及包括产品配件销售、修理、租赁、再制造等在内的工业车辆后市场业务。

公司发展历史可追溯到 1956 年成立的杭州机械修配厂，1974 年试制 CZ3 叉

车并获得成功，1979 年更名杭州叉车厂，正式成为生产叉车的专业厂，1988 年第 1 万台叉车诞生，2003 年完成股改，2010 年改名杭叉集团股份有限公司，2011 年引入巨星控股战略伙伴，2016 年完成上市。

截至 2022 年中报，杭叉控股持有公司 44.7% 股权，巨星控股持有杭叉控股 79% 股权，公司高管团队持有上市公司 5.5% 股权，杭州实业投资集团持有公司 22% 股权。

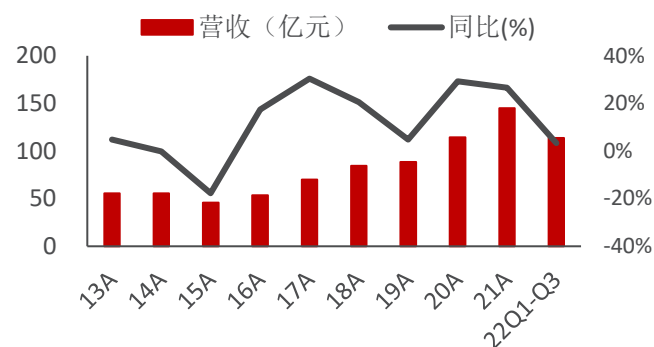
图1：杭叉股权结构图（截至 2022 年中报）



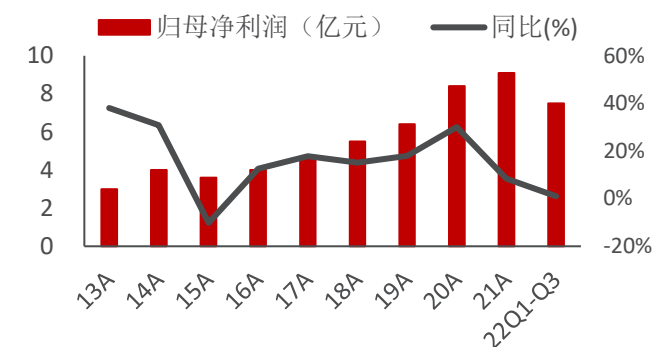
资料来源：杭叉集团公告，民生证券研究院

1.3 业绩稳健增长，销量占全国 21%-26%

2016-2021 年，公司营收复合增速 22.0%，2022Q1-Q3 营收增速为 3.3%；
2016-2021 年归母净利润复合增速 17.9%，2022Q1-Q3 增速为 1.1%。

图2：公司营收及同比情况


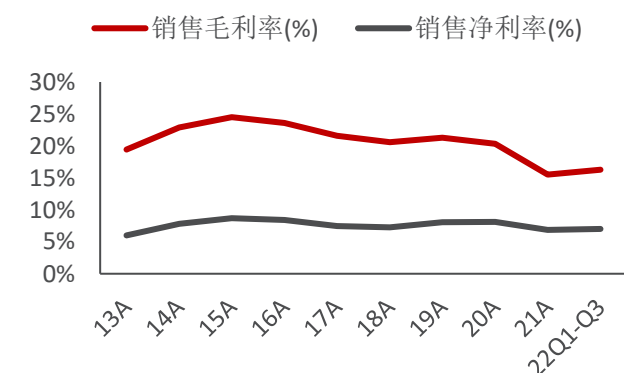
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司归母净利润及同比情况


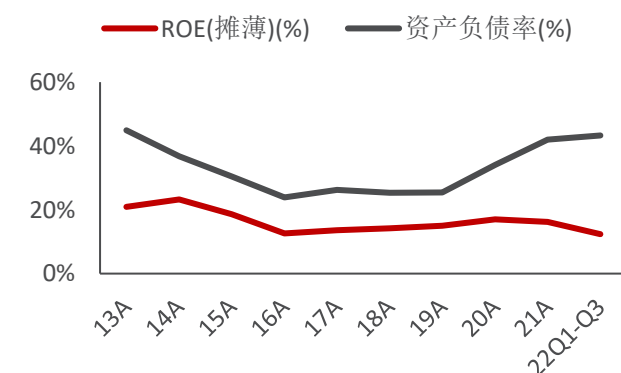
资料来源：wind，民生证券研究院

2016-2021 年公司毛利率均值在 20.5%，其中 2016 年达 23.6%，2021 年受到原材料涨价影响，降至 15.5%，2022Q1-Q3 恢复至 16.3%；2016-2021 年净利率均值为 7.7%，2021 年为 6.8%，2022Q1-Q3 恢复至 7.0%。

2016-2021 年公司 ROE 均值为 14.8%，2021 年为 16.2%，资产负债率均值为 29.5%，2021 年为 42.0%，2022Q1-Q3 为 43.3%。

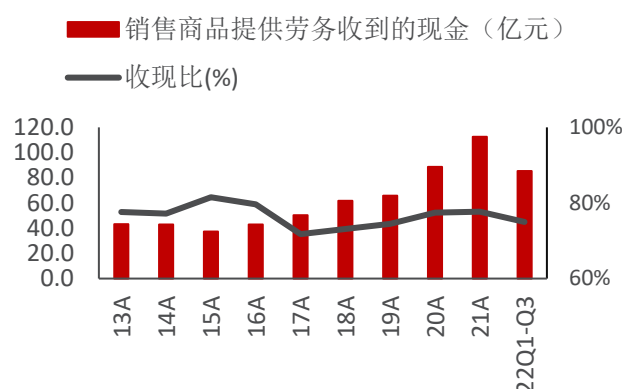
图4：公司毛利率净利率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

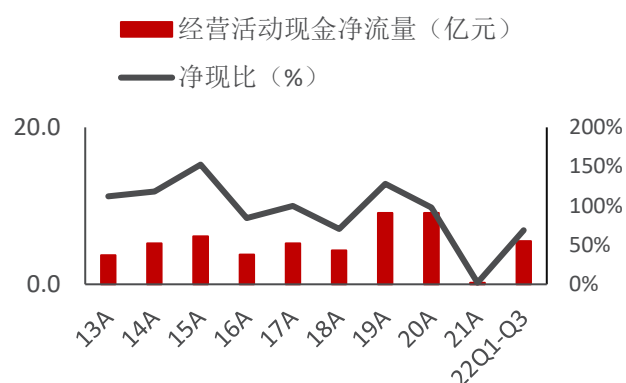
图5：公司归资产负债率及 ROE 情况


资料来源：wind，民生证券研究院

2016-2021 年，公司收现比均值为 75.7%，2022Q1-Q3 为 75%；2016-2021 年净现比为均值为 80%，剔除 2021 年的特殊情况（当期存货备货增加、采购价格上涨以及现金支付比例上升），2016-2020 年均值为 96%，属于比较好的状态。

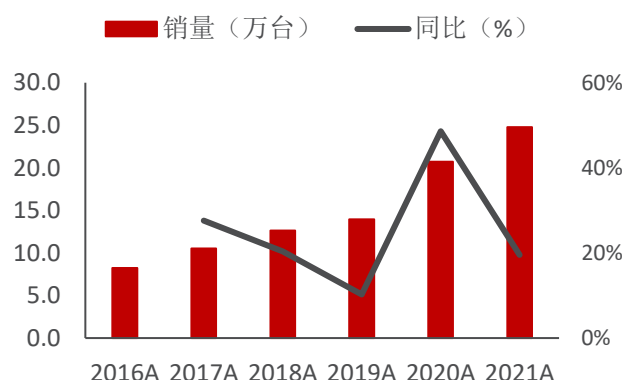
图6：公司销货现金及收现比情况


资料来源：wind，民生证券研究院

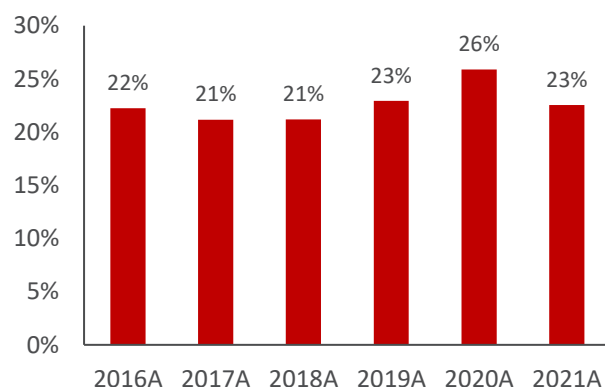
图7：公司经营净现金流及净现比情况


资料来源：wind，民生证券研究院

2016-2021 年，公司叉车销量从 8.2 万台到 24.8 万台，复合增速 24.6%，占全国出货量比例保持在 21%-26%，其中 2020 年达到 26%，2021 年降至 23%，整体相对稳健。

图8：公司叉车销量及同比


资料来源：wind，民生证券研究院

图9：公司销量占全国出货量比例


资料来源：wind，民生证券研究院

2 叉车稳健增长，锂电化趋势确定

2.1 叉车下游以物流为主，需求稳健增长

叉车又称叉式装载车，也称铲车，是指对成件托盘类货物进行装卸、堆垛和短距离运输，重物搬运作业的各种轮式搬运车辆。叉车的机械构成主要可以分为 6 个部分，分别为动力系统、传动系统、转向系统、起重系统、液压系统以及行驶系统。叉车最早出现于 20 世纪初，被用于战争物资搬运，在第二次世界大战后发展迅速，并已走向系列化、标准化生产。目前发达国家大部分企业的物料搬运已经脱离了原始的人工搬运，取而代之的是以叉车为主的工业车辆机械化搬运。近年来，电动化、无人驾驶进步显著，科技属性明显增强，未来，随着劳动力成本的上升，自动化替代人工需求增加，叉车渗透率有望进一步提高。

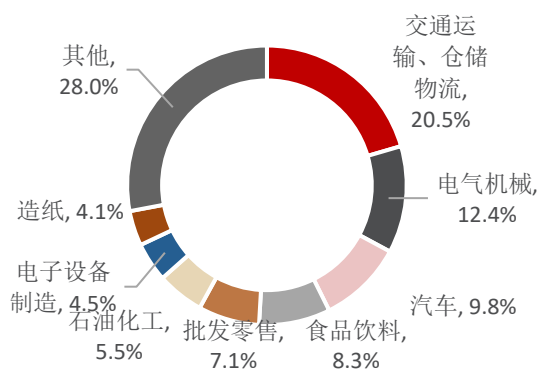
物流行业是叉车主要的下游应用领域之一，其在物流系统中扮演着非常重要的角色，是物料搬运设备中的主力军。从中国工业车辆分会统计情况来看，我国叉车使用主要在物流业和工业制造中。从细分行业来看，在交通运输和仓储物流的需求规模最大，占比约为 20.48%，其次是在电气机械和汽车行业的使用需求，占比分别为 12.39%和 9.79%。

图10：叉车产业链情况



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

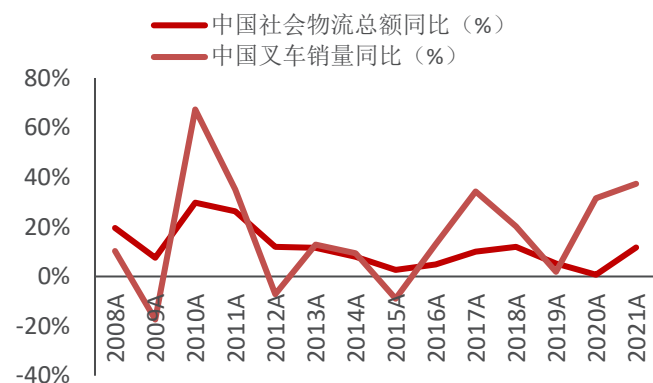
图11：2020 年叉车下游需求占比情况



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，民生证券研究院

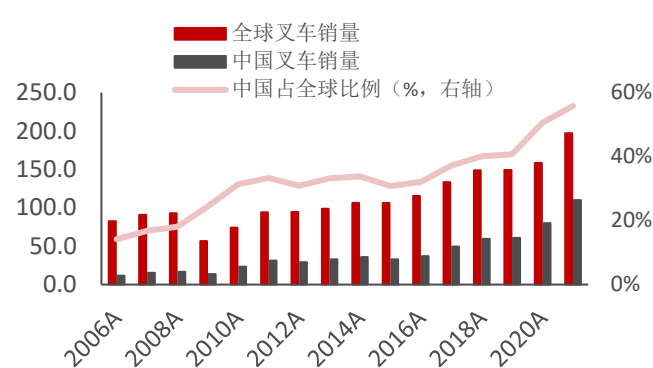
从走势来看，我国叉车销量与社会物流总额同比波动整体趋势一致，2020 年受益国内疫情防控的成功，加速了国内叉车企业出口的进展。2006-2021 年我国叉车销量占全球销量比例从 14%提升至 56%（销量 CAGR=16.1%），2010-2016 年该占比保持在 31%-34%（销量 CAGR=8.1%），但从 2017 年开始占比迅速提升至 2021 年的 56%（销量 CAGR=22.0%），这里反映的不仅国内需求旺盛，出口也从 2017 年的 12.6 万台上升至 2021 年的 31.6 万台，占我国叉车销量的比例近 30%，体现出我国叉车全球竞争力快速提升。

图12：中国社会物流总额同比及叉车销量同比关系



资料来源：Wind，民生证券研究院

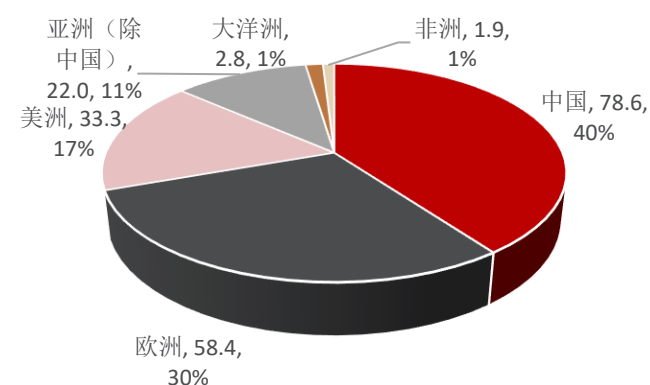
图13：我国叉车销量占全球比例（万台）



资料来源：Wind，民生证券研究院

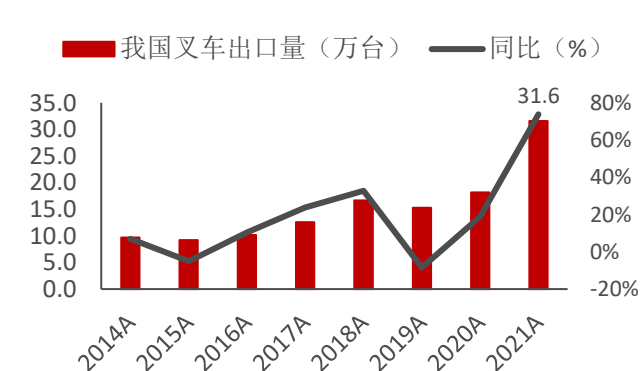
从2021年数据来看，中国区叉车销量78.6万台，占全球的40%，排在全球第一位，其次为欧洲和北美。2017年开始我国出口增速保持较快增长，2021年出口叉车31.6万台，占全球叉车销量的16%。

图14：2021年全球叉车销售区域及占比情况（万台）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图15：我国叉车出口量及同比情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 锂电化趋势明确，中国占据优势

叉车包含四大类别，轻小型搬运车辆（板车/地牛）不属于叉车分类范畴。叉车按照国内划分标准，可分为内燃平衡重式叉车、电动平衡重式叉车、电动乘驾式仓储叉车和电动步行式仓储叉车四大类别。

与欧美分类标准相对应，国内内燃平衡重式叉车相当于欧美分类标准的4类车（实心轮胎）和5类车（充气轮胎），电动平衡重式叉车、电动乘驾式仓储叉车和电动步行式仓储叉车分别对应欧美分类标准的1类车、2类车和3类车。其中电动步行式仓储叉车可以认为是“电动版”的轻小型搬运车辆（俗称板车或地牛），但轻小型搬运车辆不属于叉车类别。

图16：我国叉车分类情况



资料来源：杭叉集团公告，民生证券研究院

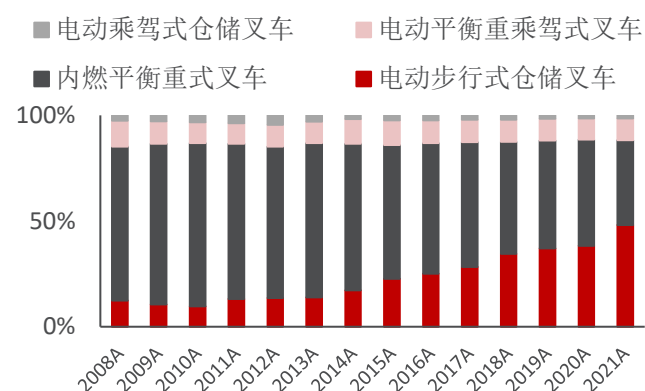
2021年,我国叉车销量109.9万台,I类车销售11.3万台(锂电化率为42.8%),II类车销售1.6万台(锂电化率为18.3%),III类车销售52.9万台(锂电化率为63.7%),IV&V类车销售44.2万台。

表2：我国叉车分类及2021年销量及锂电化比例

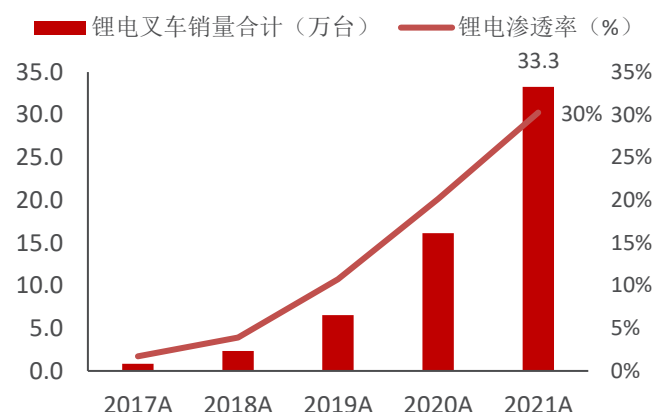
分类	名称	载重 (t)	动力	适用行业	销量 (万台)	锂电化比例 (%)
I	电动平衡重乘驾式叉车	1-18	电动	广泛应用于烟草、食品、纺织、电子、仓储物流等行业	11.3	42.8%
II	电动乘驾式仓储叉车	1.2-2.5	电动	广泛应用于烟草、食品、纺织、电子、超市、冷库等行业，特别适用于狭小工作场地及频繁上下车拣选的作业场合	1.6	18.3%
III	电动步行式仓储叉车	0.6-3.5	电动	食品、纺织、印刷	52.9	63.7%
IV&V	内燃平衡重叉车	1-46	柴油	广泛应用于工厂、仓库、车站、物流、码头、港口等行业	44.2	-

资料来源：Wind，安徽合力公告，民生证券研究院

锂电池凭借其能量密度高、体积小、免维护、充电快、使用寿命长等诸多优点，在全球叉车行业得到了广泛的应用。我国锂电池叉车渗透率不断提升，2021 年锂电步行式仓储叉车在锂电叉车总销量中占比高达 85%。2021 年我国锂电叉车总销售量达 33.3 万台，同比增长 106.3%。

图17：我国各类叉车销量占比情况


资料来源：Wind，民生证券研究院

图18：我国锂电叉车销量及行业渗透率情况


资料来源：Wind，民生证券研究院

表3：以某品牌 3 吨叉车为例对比锂电和内燃的差异

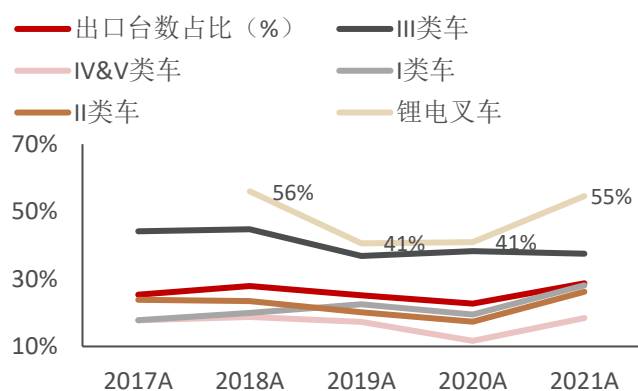
指标	单位	内燃叉车	锂电叉车
购置成本	万元/台	6	11.9
柴油/电价	元/L (kWh)	8.5	1
每班次能源消耗量	L/kWh	40	40
每班次消耗柴油成本	元/日	340	40
年工作天数	日	250	250
年运营成本	万元	8.5	1
保养时长	h	500	1000-1500
年保养费	万元	0.3-0.4	0.1-0.15
年使用成本	万元	8.8-8.9	1.1-1.15

资料来源：冠联商城，民生证券研究院

2013-2021 年，我国出口叉车台数占总出货台数比例在 23%-29%，其中 III 类车出口占比在 40%附近，I 类和 II 类车在 20%-30%，IV&V 类车出口占比不到 20%，海外市场 IV 和 V 类车是优势车辆，但国内锂电池优势更加明显。

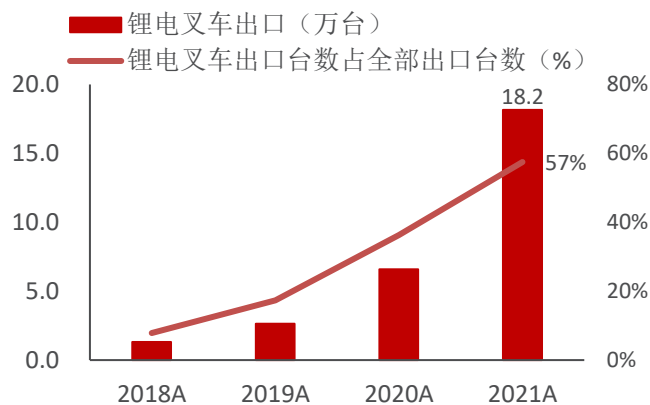
我们参考 Interact Analysis 预测，2021 年全球锂电叉车出货量占比 20% 出头，即约 45 万台，我国出货 33.3 万台，占比高达 74%，其中，国内销售量为 15.1 万台，同比增长 58.6%；出口销售量为 18.2 万台，同比增长 175.1%；出口销量同比增速高于国内。

图19：我国各类叉车出口比例情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图20：我国锂电叉车出口台数及占全部出口台数比例



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 我国叉车海外份额仍低，锂电化加速全球化

3.1 全球叉车由日德美主导，国内龙头全球份额仍低

参考美国 MMH 杂志统计的全球叉车数据，全球叉车巨头主要包括丰田/凯傲/永恒力/三菱/科朗/海耶斯-耶鲁，安徽合力和杭叉集团 2021 年排在全球第 7/8 名，2021 年销售额约 24/22.7 亿美元，仅为丰田的约 15%，凯傲的 32%，永恒力的 43%。

从 2017-2021 年收入复合增速来看，国内安徽合力/杭叉集团/浙江中力分别为 15.5%/20.5%/28.9%，增速远好于海外巨头，一方面中国需求好，另一方面叉车在锂电产业的加持下，近几年国内出口强势。

表4：全球叉车龙头企业销量及销售额情况

企业名称	叉车销量（万台）					销售额（亿美元）及复合增速					
	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR
丰田	26.3	26.4	28.2	26.6	28.3	113.9	132.9	133.5	126.7	159.2	8.7%
凯傲	20.1	-	20.3	19.8	29.9	63.1	66.3	71.7	69.2	73.7	4.0%
永恒力	-	12.1	11.3	-	16.2	41.2	43.6	45.7	45.5	55.1	7.5%
三菱	11.3	11.6	10.3	8.5	10.3	38.3	42.7	41.5	37.8	40.4	1.3%
科朗	-	-	-	-	-	30.8	34.8	37.2	36.2	40.1	6.8%
海耶斯-耶鲁	-	10.2	10.0	8.6	9.5	28.9	31.7	32.9	28.1	30.7	1.6%
安徽合力	11.5	13.3	15.2	22.1	27.5	13.5	14.1	14.3	19.3	24.0	15.5%
杭叉集团	10.5	12.7	13.9	20.7	24.8	10.8	12.3	12.7	17.6	22.7	20.5%
斗山	-	-	-	-	-	-	11.2	11.6	9.0	13.5	-
曼尼通	-	-	-	-	-	2.0	2.2	-	12.0	-	-
克拉克	-	-	-	-	-	7.8	7.9	7.8	7.1	8.1	1%
浙江中力	-	-	-	13	24.5	2.4	2.9	3.1	3.6	6.5	28.9%

资料来源：美国 MMH 杂志，民生证券研究院

我们对比全球头部叉车企业的设备均价可以看出，2021 年，国内安徽合力/杭叉集团/浙江中力的设备均价在 0.87/0.92/0.27 万美元/台，而海外竞对均价基本在 3 万美元/台以上，如此大的均价差一方面与海外客户后市场贡献部分收入而国内这块偏少有关，更重要的是海外的叉车卖的确实比国内贵，这也是为何锂电叉车能在海外畅销的重要原因。

表5：全球叉车龙头企业叉车均价情况（万美元/台）

企业名称	2017	2018	2019	2020	2021
丰田	4.33	5.04	4.73	4.77	5.64
凯傲	3.14	-	3.54	3.49	2.46
永恒力	-	3.61	4.05	-	3.39
三菱	3.39	3.68	4.03	4.45	3.92
海耶斯-耶鲁	-	3.11	3.28	3.29	3.23
安徽合力	1.17	1.07	0.94	0.87	0.87
杭叉集团	1.02	0.97	0.91	0.85	0.92
浙江中力	-	-	-	0.28	0.27

资料来源：美国 MMH 杂志，民生证券研究院

3.2 锂电产业&交期优势，国产叉车走向全球

目前大部分电动叉车所配电池为铅酸电池，富液式开口的铅酸电池在使用过程中会有水损耗和酸液溢出，需经常补充蒸馏水，而且还存在充电时间长、寿命短、能量密度低等缺点。而叉车使用场景基本都是在固定的小范围内，例如，大型物流仓库均属于室内应用场景，零噪音和低排放的要求更高；此外，在室内环境下，叉车的作业距离较短，对电池的续航里程没有那么严格的要求，很大程度上降低了电池成本。

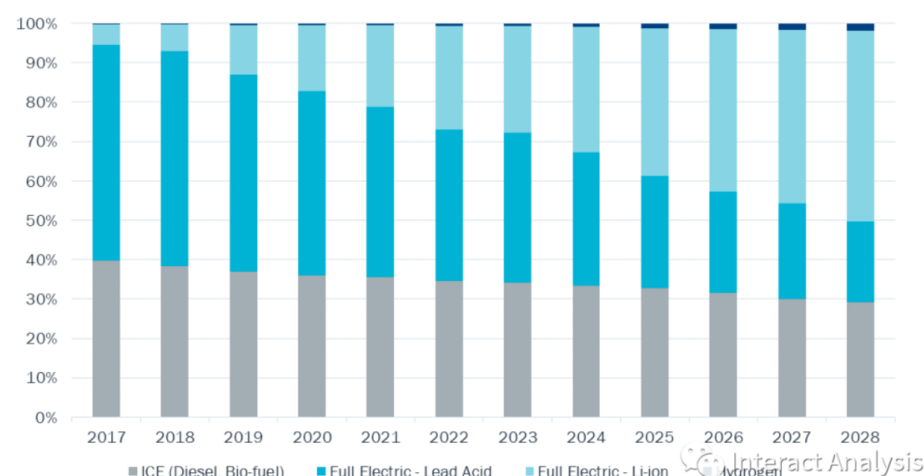
表6：磷酸铁锂电池和铅酸电池叉车的比较

名称	磷酸铁锂电池	铅酸电池	备注
单体电压/V	3.2	2.1	—
重量比能量/ (W·h/kg)	130~1503	0~50	—
体积比能量/ (W·h/kg)	180~220	80~120	—
循环寿命/次 > 2000	250~350	1 倍率 100%充放	—
工作温度/℃	-20~60	-5~30	55℃以上综合比较
低温特性 (-10℃容量保持率)	70%	60%~70%	—
自放电率	<3%/月	15%~30%/月	常温搁置 30 天
充放电效率	> 99%	80%	—
动力性能	持续稳定输出	低压时动力弱	—
最大放电电流	30C	20	C 以放电倍率计
充满电所需时间/	h1~3	8~10	—
对环境的影响	安全、环保	腐蚀、污染	—

资料来源：智研咨询，民生证券研究院

参考 Interact Analysis 预测，2021 年全球锂电叉车出货量占比 20%出头，后续比例将持续提升，预计 2028 年全球出货量里将超过 50%的叉车为锂电叉车。

图21：全球不同燃料叉车出货量占比预测



资料来源：Interact Analysis，民生证券研究院

2021 年全球订单量和出货量之间的差值达到了历史较高的 37 万台（出货量

远远落后于新增订单)。全球范围内叉车的交付期达到了 6~18 个月，部分地区甚至达到了 24 个月。

表7：全球叉车市场订单情况（万台）

地区	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
欧洲（53 个国家及地区）	34	37	42	47	52	-	-	72
美洲（55 个国家及地区）	27	28	28	32	33	-	-	49
亚洲（43 个国家及地区）	44	41	44	57	64	-	-	107
非洲（56 个国家及地区）	2	2	2	2	2	-	-	2
大洋洲（29 个国家及地区）	2	2	2	2	3	-	-	4
共计（236 个国家及地区）	109	110	118	139	154	170	164	234

资料来源：美国 MMH 杂志，民生证券研究院

表8：全球叉车市场安装量情况（万台）

地区	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
欧洲（53 个国家及地区）	34	36	41	46	51	-	-	58
美洲（55 个国家及地区）	26	26	26	28	30	-	-	33
亚洲（43 个国家及地区）	43	41	44	56	63	65	80	101
非洲（56 个国家及地区）	2	2	2	2	2	-	-	2
大洋洲（29 个国家及地区）	2	2	2	2	3	-	-	3
共计（236 个国家及地区）	106	106	115	133	149	166	158	197

资料来源：美国 MMH 杂志，民生证券研究院

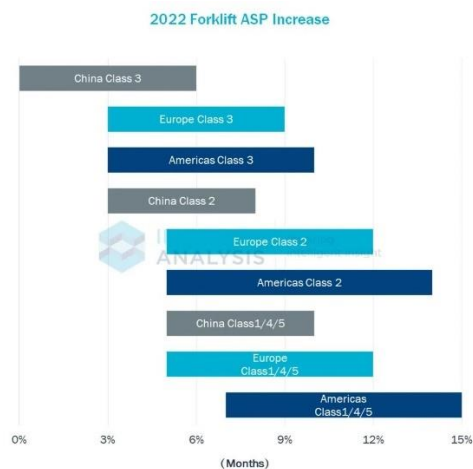
根据 Interact Analysis 统计，在中/欧/美市场可以看出，中国市场的不同类型叉车的交货期明显短于欧美市场。美国是 2022 年叉车交货期最长的市场。部分原因是受到丰田的特殊影响：2021 年 4 月，丰田公司的北美生产基地由于发动机认证的问题停止发货，同年 6 月，生产也完全停止，而丰田约占北美市场出货量的 1/3，这对北美市场的本土交付产生了重大影响。欧洲市场的交货时间处于中间值。仓储叉车的交货时间从 6 到 12 个月不等，而一些平衡叉车的交货期超过 1 年。中国市场虽然也受到了疫情影响，但整体交期仍是 3 大主流叉车市场中最短的，与国内完整产业链及及时响应速度有关。

图22：2022 叉车交货周期



资料来源：Interact Analysis，民生证券研究院

图23：2022 叉车价格涨幅



资料来源：Interact Analysis，民生证券研究院

3.3 公司锂电叉车系列齐全，产业链深度绑定

作为工业车辆行业的领军企业和新能源工业车辆的先行者，公司积极实施新能源战略，围绕新能源技术领域进行前瞻性布局。2018 年，公司与宁德时代 CATL、杭州鹏成新能源等合作成立合资公司，定制开发工业车辆专用的异形锂电池，批量应用于平衡重式、前移式、仓储车等全系列电动产品；战略投资入股河南嘉晨智能控制，确保在新能源工业车辆的动力电池、驱动电机、整车电控等三电核心技术方面处于行业领先；2021 年，实施可转债“年产 6 万台新能源叉车建设投资项目”，进一步提升新能源叉车零部件和整机的制造能力。通过持续高强度研发投入，公司已掌握了工业车辆锂电池应用技术、电动叉车锂电专用架构平台技术、高电压永磁同步技术、快速充电技术等多项核心技术，在行业中率先发布了 XC 系列锂电专用叉车、XC 系列锂电专用前移式叉车、XH 系列高压锂电专用叉车、氢燃料电池叉车等系列化新能源工业车辆，全系列均实现新能源化。公司为行业中锂电池产品系列最齐全的企业，销量领跑行业，氢燃料电池叉车在国内行业较早实现批量销售，引领行业开启全电时代，致力于成为全球顶尖的新能源叉车领导者。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司核心业务即为叉车销售业务，营收分为量价两个维度：

销量：2019-2021 年公司销量分别是 13.9/20.7/24.8 万台，2022 年因为疫情防控等，行业销量有下滑，预计公司也会有下滑，预计下滑幅度与行业相当，假设下滑 4.1%；考虑到叉车下游与物流关系较为紧密，随着疫情防控放开，经济恢复叉车销量也将反弹，公司作为行业龙头，销量增速将略好于行业，2010-2021 年我国叉车复合增速约 15.2%。2016-2021 年复合增速为 24.3%，我们给予 2023-2025 年公司叉车销量复合增速均为 20%；

均价：锂电化成为未来产业的趋势，锂电叉车的均价比油车高，再考虑到行业内一定降价考虑，因此未来来看，公司的叉车均价保持平稳，但 2022 年低价的内燃车下滑较多，结构变化导致公司均价有所提升；我们给予 2022-2025 年均价分别提升 7%/0%/0%/0%的假设；

计算得出 2022-2025 年公司叉车业务收入分别为 138.0/165.6/198.7/238.5 亿元；

毛利率及期间费用率：

毛利率：2021 年是原材料成本上涨比较快的年份，属于“不正常”年份，我们预计随着原材料价格的平稳化及上游锂电池降价潮来临，公司叉车成本端将有改善，给予 2022-2025 年毛利率分别是 15.8%/16.4%/16.6%/16.8%；

期间费用率：①假设 2022-2025 年维持在 2.7%；②管理费用率：考虑一定的规模效应，参考 2022 年前三季度管理费用率，假设 2022 年降至 2.1%，2023-2025 年维持该比例；③研发费用率：预计未来保持较高的水平，参考 2022 年前三季度，给予 2022 年全年 4.1%，预计 2023-2025 年维持该比例。

表9：公司核心财务指标假设情况

指标	单位	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	亿元	88.5	114.5	144.9	148.5	176.0	209.1	248.9
YoY	%	4.9%	29.4%	26.6%	2.5%	18.5%	18.8%	19.0%
其中：叉车、配件及其他	亿元	86.4	112.5	134.5	138.0	165.6	198.7	238.5
YoY	%	6.0%	30.2%	19.6%	2.6%	20.0%	20.0%	20.0%
销量	万台	13.9	20.7	24.8	23.8	28.5	34.2	41.0
YoY	%	10.2%	48.6%	19.6%	-4.1%	20.0%	20.0%	20.0%
均价	万元/台	6.2	5.4	5.4	5.8	5.8	5.8	5.8
YoY	%	-3.8%	-12.4%	0.0%	7.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其中：其他业务	亿元	2.1	2.0	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4
营业成本	亿元	69.7	91.2	122.4	125.0	151.7	184.7	226.0
毛利	亿元	18.9	23.3	22.5	23.5	29.3	36.5	45.0
毛利率	%	21.3	20.4	15.5	15.8	16.4	16.6	16.8
销售费用率	%	6.0%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用率	%	3.4%	2.6%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用率	%	4.1%	4.7%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

根据公司所属行业特性、业务情况等因素，选择相对估值方法，对公司的估值情况进行分析。公司身处叉车行业，属性与通用设备类似，因此，选择安徽合力/诺力股份/纽威数控/海天精工作为对标公司。我们经过分析看出，杭叉集团在估值层面具备一定性价比。

表10：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600761.SH	安徽合力	18.97	0.86	1.21	1.52	22	16	12
603611.SH	诺力股份	22.73	1.17	1.47	1.79	19	15	13
688697.SH	纽威数控	27.46	0.64	0.79	1.06	43	35	26
601882.SH	海天精工	31.29	0.71	0.99	1.21	44	32	26
-	合计/平均	-	-	-	-	32	24	19
603298.SH	杭叉集团	20.16	1.05	1.18	1.49	19	17	14

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 3 月 7 日

4.3 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别是 10.2/12.9/15.7 亿元，对应估值 18x/14x/11x，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 海外需求下滑导致出口下滑风险。目前美国仍处在加息周期，对海外需求持续性有负面影响，可能出现需求下滑风险。

2) 国内经济复苏低于预期风险。国内目前经济处于复苏状态，但地产投资仍比较弱，三年疫情对居民消费造成一定负面影响，可能出现经济复苏低于预期进而影响叉车需求。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,490	14,850	17,602	20,914
营业成本	12,242	12,504	14,715	17,442
营业税金及附加	46	47	56	66
销售费用	390	400	474	563
管理费用	330	312	370	439
研发费用	602	609	722	857
EBIT	880	996	1,286	1,570
财务费用	11	-17	-12	-17
资产减值损失	-18	-19	-22	-26
投资收益	217	222	263	313
营业利润	1,084	1,218	1,541	1,877
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	1,083	1,218	1,541	1,877
所得税	92	103	131	159
净利润	991	1,115	1,411	1,718
归属于母公司净利润	908	1,022	1,293	1,574
EBITDA	1,102	1,247	1,573	1,895

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,331	2,717	3,201	3,760
应收账款及票据	1,096	1,102	1,306	1,551
预付款项	466	476	560	664
存货	1,854	1,874	2,206	2,615
其他流动资产	939	999	956	1,040
流动资产合计	6,686	7,167	8,228	9,629
长期股权投资	1,503	1,725	1,988	2,301
固定资产	1,405	1,528	1,642	1,754
无形资产	307	307	307	307
非流动资产合计	3,711	4,088	4,466	4,890
资产合计	10,397	11,255	12,694	14,519
短期借款	522	522	522	522
应付账款及票据	2,193	2,240	2,636	3,125
其他流动负债	549	566	638	750
流动负债合计	3,265	3,328	3,796	4,397
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,105	1,101	1,101	1,101
非流动负债合计	1,105	1,101	1,101	1,101
负债合计	4,370	4,429	4,897	5,498
股本	866	866	863	863
少数股东权益	428	521	638	782
股东权益合计	6,028	6,826	7,797	9,021
负债和股东权益合计	10,397	11,255	12,694	14,519

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	26.53	2.49	18.53	18.82
EBIT 增长率	11.83	13.16	29.13	22.07
净利润增长率	8.42	12.50	26.52	21.77
盈利能力 (%)				
毛利率	15.51	15.80	16.40	16.60
净利率	6.27	6.88	7.35	7.53
总资产收益率 ROA	8.74	9.08	10.19	10.84
净资产收益率 ROE	16.22	16.21	18.06	19.11
偿债能力				
流动比率	2.05	2.15	2.17	2.19
速动比率	1.28	1.38	1.41	1.41
现金比率	0.71	0.82	0.84	0.86
资产负债率 (%)	42.03	39.35	38.58	37.87
经营效率				
应收账款周转天数	27.22	27.22	27.22	27.22
存货周转天数	55.27	55.27	55.27	55.27
总资产周转率	1.57	1.37	1.47	1.54
每股指标 (元)				
每股收益	1.02	1.15	1.45	1.77
每股净资产	6.29	7.09	8.05	9.26
每股经营现金流	0.02	1.29	1.41	1.69
每股股利	0.40	0.44	0.55	0.68
估值分析				
PE	20	18	14	11
PB	3.2	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	15.57	13.46	10.35	8.29
股息收益率 (%)	1.98	2.17	2.75	3.35

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	991	1,115	1,411	1,718
折旧和摊销	222	251	286	325
营运资金变动	-1,108	-18	-250	-299
经营活动现金流	16	1,149	1,250	1,507
资本开支	-340	-349	-376	-411
投资	-445	-4	0	0
投资活动现金流	-744	-410	-263	-411
股权募资	17	-10	-50	0
债务募资	1,433	1	-20	0
筹资活动现金流	971	-353	-503	-536
现金净流量	225	386	484	559

插图目录

图 1: 杭叉股权结构图 (截至 2022 年中报)	4
图 2: 公司营收及同比情况	5
图 3: 公司归母净利及同比情况	5
图 4: 公司毛利率净利率情况	5
图 5: 公司归资产负债率及 ROE 情况	5
图 6: 公司销货现金及收现比情况	6
图 7: 公司经营净现金流及净现比情况	6
图 8: 公司叉车销量及同比	6
图 9: 公司销量占全国出货量比例	6
图 10: 叉车产业链情况	7
图 11: 2020 年叉车下游需求占比情况	7
图 12: 中国社会物流总额同比及叉车销量同比关系	8
图 13: 我国叉车销量占全球比例 (万台)	8
图 14: 2021 年全球叉车销售区域及占比情况 (万台)	8
图 15: 我国叉车出口量及同比情况	8
图 16: 我国叉车分类情况	9
图 17: 我国各类叉车销量占比情况	10
图 18: 我国锂电叉车销量及行业渗透率情况	10
图 19: 我国各类叉车出口比例情况	11
图 20: 我国锂电叉车出口台数及占全部出口台数比例	11
图 21: 全球不同燃料叉车出货量占比预测	13
图 22: 2022 叉车交货周期	15
图 23: 2022 叉车价格涨幅	15

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 全球头部叉车企业信息情况 (亿美元)	3
表 2: 我国叉车分类及 2021 年销量及锂电化比例	9
表 3: 以某品牌 3 吨叉车为例对比锂电和内燃的差异	10
表 4: 全球叉车龙头企业销量及销售额情况	12
表 5: 全球叉车龙头企业叉车均价情况 (万美元/台)	12
表 6: 磷酸铁锂电池和铅酸电池叉车的比较	13
表 7: 全球叉车市场订单情况 (万台)	14
表 8: 全球叉车市场安装量情况 (万台)	14
表 9: 公司核心财务指标假设情况	17
表 10: 可比公司 PE 数据对比	17
公司财务报表数据预测汇总	19

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026