

杭叉集团 (603298.SH)

买入(首次评级)

当前价格: 25.03元
目标价格: 31.45元

国产叉车龙头企业，锂电化与国际化驱动成长

投资要点:

➤ **叉车龙头企业，营收与业绩稳健增长。**公司主要产品为各类叉车，同时积极拓展系统集成、AGV和高机业务。营收与业绩稳健增长，周期性与成长性兼备，2012-2022年公司营收CAGR 10%，归母净利润CAGR 16%。2022年以来，受产品结构优化、海外营收占比提升、原材料价格下行和人民币走弱等因素影响，公司毛利率与净利率呈上升趋势。

➤ **国内叉车市场呈“双寡头”格局，国内与国外需求共振。**全球叉车销量总体呈上升趋势，销量增速有周期性波动，2022年全球叉车出货量200.63万台，同比增速1.87%。全球叉车市场主要被海外巨头占据，丰田、凯傲、永恒力稳居全球前三甲，中国企业安徽合力和杭叉集团跻身前十。我国叉车市场呈现“双寡头”竞争格局，安徽合力和杭叉集团合计市占率超50%。叉车下游需求与制造业景气度相关度较高。从国内来看，原材料价格、工业企业中长期贷款、库存周期等指标显示制造业机将迎来复苏契机，同时仓储物流行业有望持续贡献增量，带动电动叉车需求。从国际来看，美国制造业回流成效初现，生产设施建设及后续投产运营带来设备需求，利好叉车出口。

➤ **锂电化与国际化驱动成长，积极推进业务多元化布局。**公司与国内锂电龙头企业合作，不断精进三电技术，于行业内率先发布多款产品，锂电产品系列齐全。高压锂电叉车突破吨位、行驶速度、连续工作时长等瓶颈，可在更广泛的应用场景对内燃叉车进行替代。公司2022年海外营收占比35%，对标国际巨头仍有较大提升潜力。公司在欧洲、北美、东南亚、大洋洲等成立了9家海外销售型公司、配件服务中心，今年来海外业务快速发展。外销产品毛利率较高，出海将增强公司盈利能力。公司践行多元化战略，发展新能源、智能物流（AGV、系统集成）以及高空作业车辆板块，未来将贡献业绩弹性。

➤ **盈利预测与估值：**预计公司2023-2025年营业收入复合增速15%，归母净利润复合增速29%。我们给予公司2024年16倍估值，目标价31.45元/股，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**下游需求复苏不及预期；海外市场开拓不及预期；外汇风险；原材料价格波动风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	936/936
总市值/流通市值 (百万元)	23418/23418
每股净资产 (元)	8.77
资产负债率 (%)	34.82
一年内最高/最低 (元)	25.96/17.33

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 彭元立
执业证书编号: S0210522100001
邮箱: PYL3957@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	14,490	14,412	17,235	19,729	21,900
增长率	27%	-1%	20%	14%	11%
净利润 (百万元)	908	988	1,624	1,839	2,131
增长率	8%	9%	64%	13%	16%
EPS (元/股)	0.97	1.06	1.74	1.97	2.28
市盈率 (P/E)	25.8	23.7	14.4	12.7	11.0
市净率 (P/B)	4.2	3.7	3.1	2.6	2.2

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

□ 关键变量

- 1) 叉车、配件及其他业务收入：国内制造业迎来复苏契机，内需有望改善。公司海外销售布局完善，凭借锂电产品优势，海外业务有望进入稳定增长期。预计公司 2023-2025 年叉车、配件及其他业务收入分别为 165.42、190.89、213.09 亿元，同比增速分别为 21.08%、15.40%、11.63%。
- 2) 叉车、配件及其他业务毛利率：海外营收占比提升、产品结构改善有望提升该业务毛利率。预计公司 2023-2025 年叉车、配件及其他业务毛利率分别为 19.60%、19.60%、20.50%。

□ 我们区别于市场的观点

市场或担心：公司 2023 年前三季度净利润高速增长，其中人民币贬值、原材料价格下降等外部因素贡献较大，未来或难以持续。

我们认为：促使公司收入增长、盈利能力提升的积极因素仍然存在，可抵消外部因素可能产生的负面影响。

- 收入方面：国内制造业即将迎来复苏拐点，需求有望修复。海外市占率目前仍然较低，随着公司完善海外布局、开拓海外市场，海外业务进入平稳增长阶段。
- 盈利能力方面：高附加值的大吨位叉车、锂电叉车销量占比提升、高毛利的外销产品销量占比提升将对公司毛利率产生积极影响。

□ 股价上涨的催化因素

- 1) 海外营收大幅提升；
- 2) 锂电产品销量大幅提升。

□ 估值和目标价格

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 16.24/18.39/21.31 亿元，同比增速分别为 64%/13%/16%，当前股价对应 PE 分别为 14.4/12.7/11.0 倍。

选取叉车龙头安徽合力，高机龙头浙江鼎力，以及通用设备龙头海天精工、国茂股份作为可比公司，2024 年行业平均估值为 14 倍。考虑到公司与主要竞争对手相比海外营收占比更高、锂电叉车谱系齐全性能领先，我们给予公司 2024 年 16 倍估值，目标价 31.45 元/股，给予“买入”评级。

□ 投资风险

- 1) 下游需求复苏不及预期。
- 2) 海外市场开拓不及预期。
- 3) 外汇风险。
- 4) 原材料价格波动风险。

正文目录

1	叉车龙头企业，营收与业绩稳健增长	5
1.1	主营各类叉车及配件，民营与国有资本共同持股	5
1.2	营收与业绩稳健增长，现金流充裕盈利能力提升	6
2	国内叉车市场呈“双寡头”格局，国内与国外需求共振	7
2.1	叉车为工业车辆细分品类之一，下游应用广泛分类方式多样	7
2.2	国际市场海外巨头占据前六，国内市场呈“双寡头”竞争格局	8
2.3	国内制造业迎来复苏契机，仓储物流行业有望继续贡献增量	10
2.4	美国三大产业政策推进，北美制造业回流有望带动外需	13
2.5	电动化、锂电化趋势明确，铅酸叉车和内燃叉车将被替代	16
3	锂电化与国际化驱动成长，积极推进业务多元化布局	18
3.1	锂电叉车谱系齐全性能领先，率先发布多款产品领航全电时代	18
3.2	中国叉车企业开启国际化进程，公司海外业务迎来快速发展期	21
3.3	发展智能物流和高机板块，践行多元化战略增强业绩弹性	24
4	盈利预测与估值	25
5	风险提示	27

图表目录

图表 1:	公司主要产品为各类叉车、其他工业车辆及关键零部件	5
图表 2:	公司股权结构图	5
图表 3:	2012-2022 年公司营收 CAGR 10%	6
图表 4:	2012-2022 年公司归母净利润 CAGR 16%	6
图表 5:	公司经营活动现金流较为充裕	6
图表 6:	公司销售毛利率与净利率	6
图表 7:	公司各项费用率	6
图表 8:	叉车属于工程机械中的工业车辆子版块	7
图表 9:	叉车主要组成部分示意图	7
图表 10:	叉车主要下游应用领域	7
图表 11:	2009-2022 年全球叉车销量及同比增速	8
图表 12:	2019-2022 年全球叉车出货量占比（按区域）	9
图表 13:	2022 年全球叉车出货量占比（按品类）	9
图表 14:	2022 年全球前十大叉车制造商	9
图表 15:	2020 年我国叉车市场竞争格局	10
图表 16:	我国叉车行业景气度与制造业相关度较高	10
图表 17:	工业原材料价格下行	11
图表 18:	工业企业中长期贷款增速回暖	11
图表 19:	工业企业库存增速于处于历史低位	11
图表 20:	我国快递行业经历快速发展期	11
图表 21:	我国各类型叉车销量占比	12
图表 22:	我国电动仓储叉车销量及同比增速	12
图表 23:	交通运输、仓储和邮政业固定资产同比增速回升	12
图表 24:	叉车等工业车辆在高效物流配套系统中的应用	13
图表 25:	拜登任期内美国公共基础设施建设项目分布图	13
图表 26:	美国实际非住宅建设支出（单位：十亿美元）	14
图表 27:	IIJA 签署前后美国实际建设支出的变化趋势（2021/11=100）	14
图表 28:	2020 年 5 月至 2023 年 7 月美国新增半导体投资项目领域与地区分布	14

图表 29: 美国实际制造业建设支出——按行业细分 (单位: 十亿美元)	15
图表 30: 美国新能源汽车与电池领域私人投资额 (单位: 十亿美元)	15
图表 31: 内燃叉车与锂电叉车综合效益对比 (以 3 吨平衡重式叉车为例)	16
图表 32: 锂电池性能优于铅酸电池	17
图表 33: 锂电叉车的运行效率高于铅酸叉车	17
图表 34: 全球及各主要市场平衡重式叉车电动化率	17
图表 35: 英国电动叉车市场份额 (按电池类型 2023)	18
图表 36: 美国电动叉车市场份额预测 (按电池类型)	18
图表 37: 2017-2022 年中国锂电叉车销量及占比	18
图表 38: 2023H1 全球动力电池装车量占比	19
图表 39: 2023H1 全球动力电池装机量 TOP10 企业情况	19
图表 40: 杭叉 XC 锂电叉车有全球锂电龙头宁德时代参与研发	20
图表 41: 杭叉集团交付和鼎铜业的高压锂电叉车	20
图表 42: 公司电动叉车产品合集	21
图表 43: 全球叉车订单量与出货量差值	21
图表 44: 2022 年全球各地区市场各类叉车交付周期	22
图表 45: 美国海斯特分地区营收占比 (2022 年)	22
图表 46: 德国凯傲分地区营收占比 (2022 年)	22
图表 47: 德国永恒力分地区营收占比 (2022 年)	23
图表 48: 日本三菱物捷仕分地区营收占比 (2022 年)	23
图表 49: 公司海外营收快速提升	23
图表 50: 公司外销毛利率高于内销	23
图表 51: 公司海外布局较为完善	23
图表 52: 2017-2027 年我国 AGV 销量及预测	24
图表 53: 公司 AGV 和系统集成产品	25
图表 54: 2021 年我国叉车 AGV 民企 TOP10	25
图表 55: 公司高空作业平台产品	25
图表 56: 业务拆分表	26
图表 57: 可比公司估值 (截至 2024.1.15, 可比公司盈利预测数据为 wind 一致预测)	26
图表 58: 财务预测摘要	28

1 叉车龙头企业，营收与业绩稳健增长

1.1 主营各类叉车及配件，民营与国有资本共同持股

杭叉集团历史可追溯至 1956 年建立的杭州机械修配厂，1979 年成为专业叉车生产企业并更名杭州叉车厂，2000 年改制为杭州叉车有限公司，2016 年 12 月于上交所主板上市。公司主要从事叉车、仓储车、牵引车、高空作业车辆、强夯机、无人驾驶工业车辆（AGV）等工业车辆产品及关键零部件的研发、生产及销售，主要产品包括电动叉车、内燃叉车、其他工业车辆及智能物流整体解决方案等。

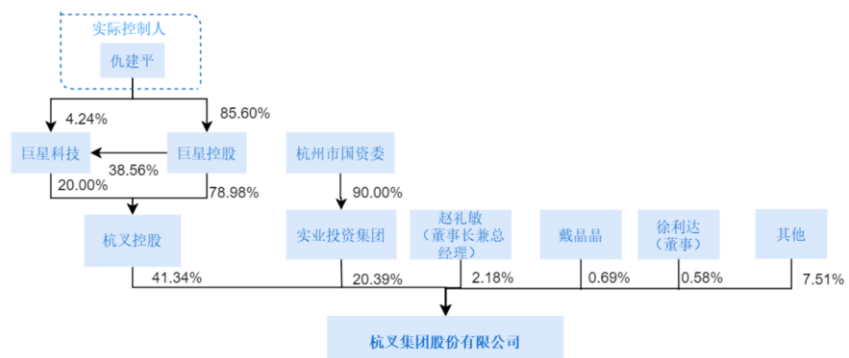
图表 1：公司主要产品为各类叉车、其他工业车辆及关键零部件



数据来源：公司 2022 年报，华福证券研究所

民营资本控股，国有资本参股，实控人控制公司 41.34%的股份。公司实际控制人仇建平通过巨星控股及巨星科技合计控制杭叉控股 98.98%的股份，进而控制公司 41.34%的股份。杭州国资委控股的实业投资集团控制公司 20.39%的股份。

图表 2：公司股权结构图

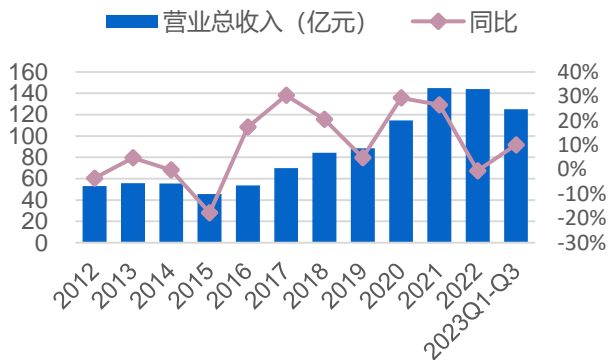


数据来源: wind, 华福证券研究所

1.2 营收与业绩稳健增长, 现金流充裕盈利能力提升

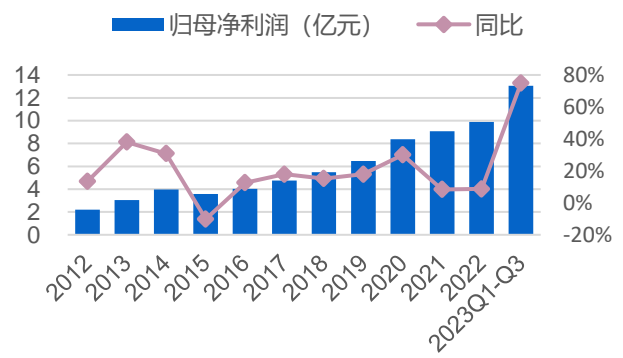
营收与业绩稳健增长, 周期性与成长性兼备。公司主要产品为各类叉车及配件, 该项业务收入在营业总收入中的占比稳定在 90% 以上。2012-2022 年公司营收 CAGR 10%, 归母净利润 CAGR 16%。叉车属于通用设备, 需求与制造业整体景气度密切相关, 公司营收与归母净利润同比增速呈周期性波动。

图表 3: 2012-2022 年公司营收 CAGR 10%



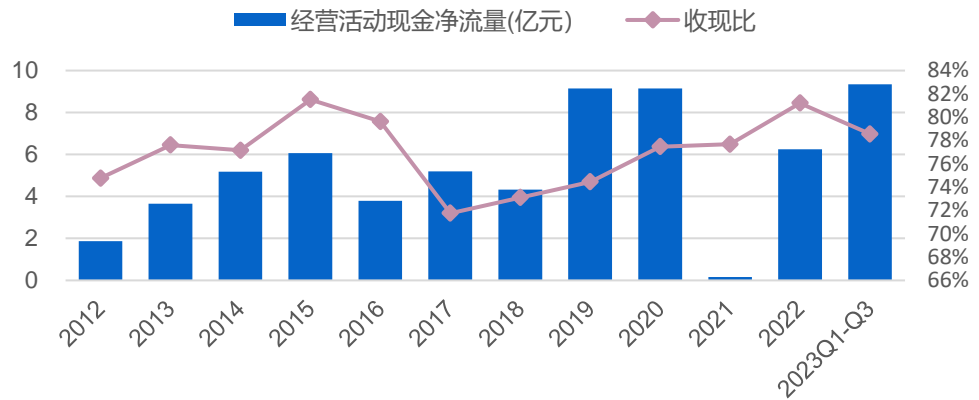
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 4: 2012-2022 年公司归母净利润 CAGR 16%



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 5: 公司经营活动现金流较为充裕

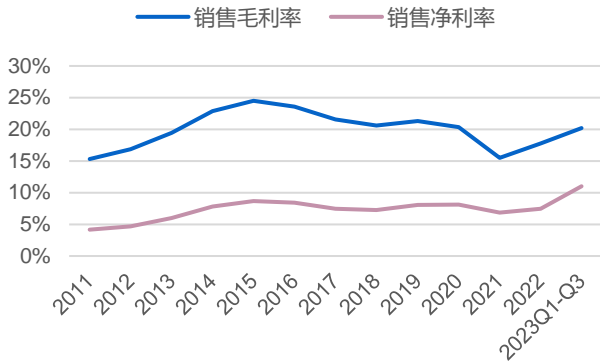


数据来源: wind, 华福证券研究所

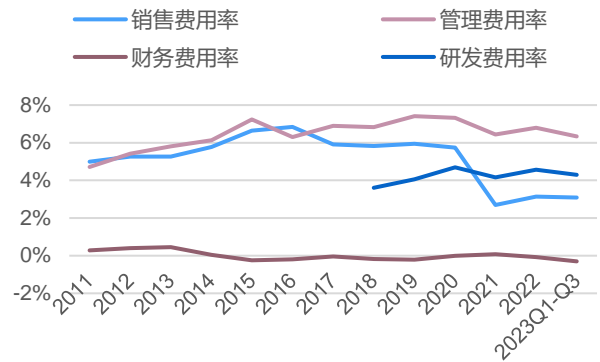
公司毛利率与净利率提升, 各项费用率保持平稳。2022 年以来, 受产品结构优化、海外营收占比提升、原材料价格下行和人民币走弱等因素影响, 公司毛利率与净利率呈上升趋势。

图表 6: 公司销售毛利率与净利率

图表 7: 公司各项费用率



数据来源: wind, 华福证券研究所



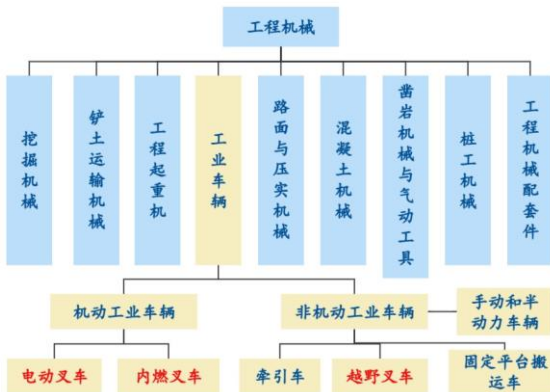
数据来源: wind, 华福证券研究所

2 国内叉车市场呈“双寡头”格局，国内与国外需求共振

2.1 叉车为工业车辆细分品类之一，下游应用广泛分类方式多样

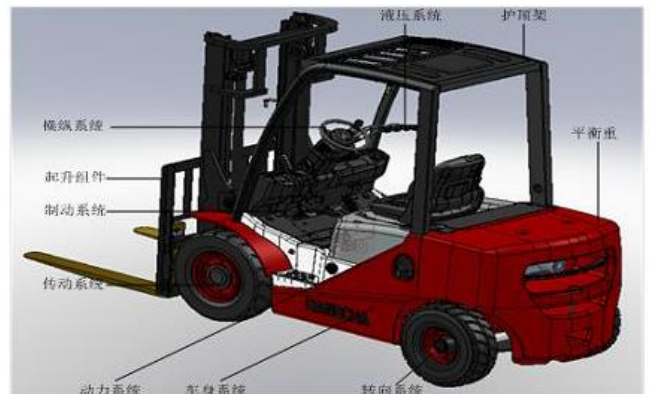
叉车为工业车辆细分品类之一。叉车是指对成件托盘类货物进行装卸、堆垛和短距离运输、重物搬运作业的各种轮式搬运车辆。叉车由动力系统、传动系统、转向系统、液压系统、车身系统、操纵系统、电气系统、制动系统和起升组件等几个主要部分组成。

图表 8: 叉车属于工程机械中的工业车辆子版块



数据来源: 中国工程机械工业年鉴, CCMA 工业车辆分会, 华福证券研究所

图表 9: 叉车主要组成部分示意图



数据来源: 杭叉集团招股书, 华福证券研究所

按照世界工业车辆统计协会 (WITS) 分类, 叉车可分为 I 类电动平衡重乘驾式叉车、II 类电动乘驾式仓储叉车、III 类电动步行式仓储叉车、IV 类内燃平衡重式叉车 (实心轮胎)、V 类内燃平衡重式叉车 (充气轮胎)。其中, 第 I 至 III 类属于电动叉车, 第 IV 类和第 V 类叉车属于内燃叉车。

叉车通用性强, 广泛应用于国民经济各个部门。叉车是机械化装卸、堆垛和短距离运输的高效设备, 最初主要用于军事领域, 发展至今广泛适用于国民经济的各个部门, 应用于制造业、交通运输业、仓储业、邮政业、批发和零售业等多种行业。

图表 10: 叉车主要下游应用领域

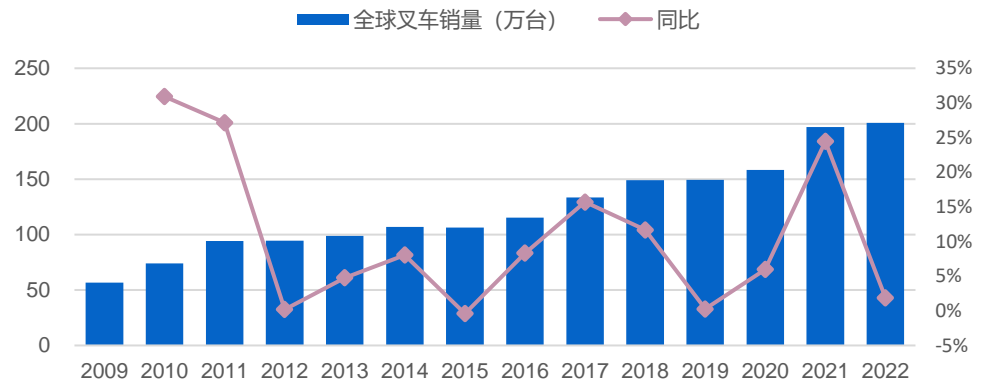


数据来源：杭叉集团招股书，华福证券研究所

2.2 国际市场海外巨头占据前六，国内市场呈“双寡头”竞争格局

全球叉车销量总体呈增长趋势，约 3-4 年为一个周期。2009-2022 年，全球叉车销量总体呈上升趋势，销量增速有周期性波动，约 3-4 年为一个周期。2020 年后，疫情带来的人工短缺和复工复产推进促使叉车行业开启新一轮上行周期，2021 年全球叉车销量 196.94 万台，同比增长 24.44%，增速创十年以来新高。2022 年全球叉车 200.63 万台，同比增速回落至 1.87%。

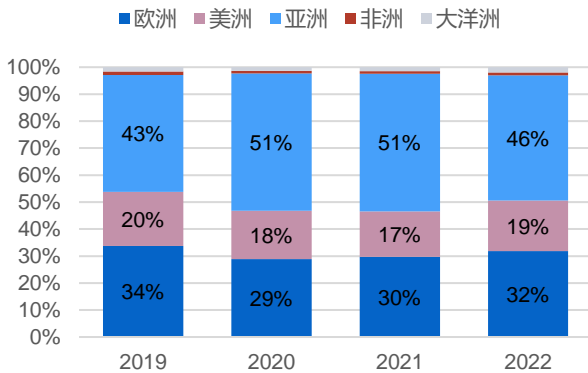
图表 11：2009-2022 年全球叉车销量及同比增速



数据来源：WITS，华福证券研究所

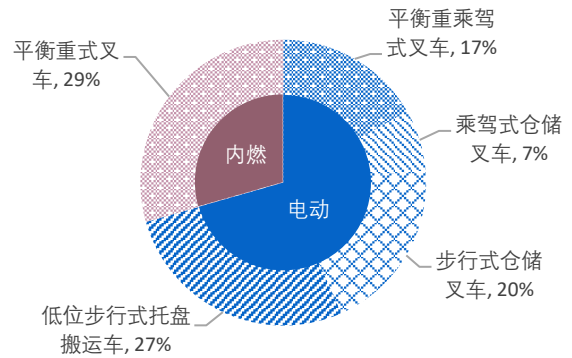
亚洲和欧美为叉车主要市场，按动力类型划分电动叉车为主要出货品类。从区域来看，亚洲、欧洲和美洲为主要市场，2022 年叉车出货量占比分别为 46%、32% 和 19%，合计占据全球 97% 的份额。从品类来看，电动叉车为主要出货品类，2022 年电动叉车全球出货量占比 71%，主要为步行式叉车，多用于仓储领域；内燃叉车全球出货量占比 29%，主要为平衡重式叉车。

图表 12: 2019-2022 年全球叉车出货量占比 (按区域)



数据来源: WITS, 华福证券研究所

图表 13: 2022 年全球叉车出货量占比 (按品类)



数据来源: WITS, 华福证券研究所

全球叉车市场现已形成前五位相对稳定的竞争格局, 中国企业安徽合力和杭叉集团跻身前十。丰田、凯傲、永恒力牢牢占据全球前三甲; 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跻身前四; 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。中国叉车企业的全球影响力不断增强, 安徽合力和杭叉集团销量数据位于全球前列, 但由于叉车单价较低、后市场尚未充分开发, 收入规模提升还存在较大空间。

图表 14: 2022 年全球前十大叉车制造商

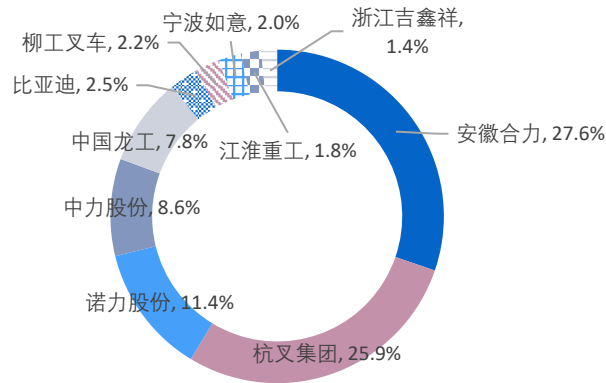
排名	公司名称	成立年份	总部所在国	2022 全球销量/万台	2022 全球销售收入/亿美元
1	丰田自动织机公司 (TICO)	1926	日本	31.66	168.58
2	凯傲集团 (Kion Group AG)	1904	德国	-	78.20
3	永恒力集团 (Jungheinrich AG)	1953	德国	12.88	50.80
4	科朗设备公司 (Crown Equipment)	1946	美国	-	46.90
5	三菱物捷仕有限公司 (Mitsubishi Logisnext)	1937	日本	-	46.30
6	海斯特-耶鲁物料搬运设备公司 (Hyster-Yale)	1929	美国	10.08	35.40
7	安徽合力	1958	中国	26.08	22.1
8	杭叉集团	1956	中国	23.04	20.7
9	斗山工业车辆公司 (Doosan Industrial ehicle)	1968	韩国	-	16.80
10	克拉克物料搬运公司 (Clark Material Handling)	1919	美国	-	9.08

数据来源: 美国《现代物料搬运》杂志, 中叉网, 安徽合力可转债说明书, 华福证券研究所

国内叉车市场呈现“双寡头”竞争格局, 安徽合力与杭叉集团为龙头。2020 年,

中国叉车行业 CR10 为 91.0%，较 2019 年上升了 7.9 个百分点，行业集中度进一步提升。其中，安徽合力和杭叉集团稳居叉车行业第一、二位，合计市占率超 50%，呈“双寡头”格局。

图表 15：2020 年我国叉车市场竞争格局

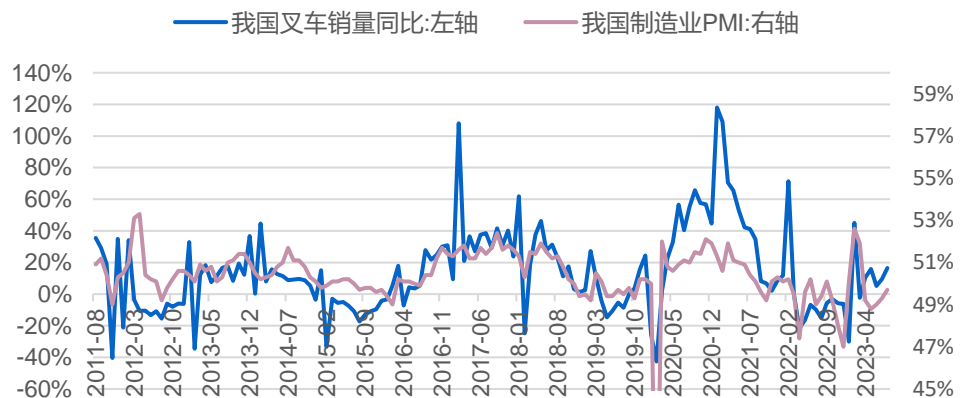


数据来源：EVTank, CCMA, 伊维智库整理, 华福证券研究所

2.3 国内制造业迎来复苏契机，仓储物流行业有望继续贡献增量

叉车属于通用设备，下游需求与制造业景气度相关度较高。叉车属于通用设备，下游行业分布广泛，受单一行业的影响不明显。行业整体上与下游的制造业（如机械制造、食品饮料、石化、造纸、3C、光伏新能源、汽车等）相关度较高。

图表 16：我国叉车行业景气度与制造业相关度较高

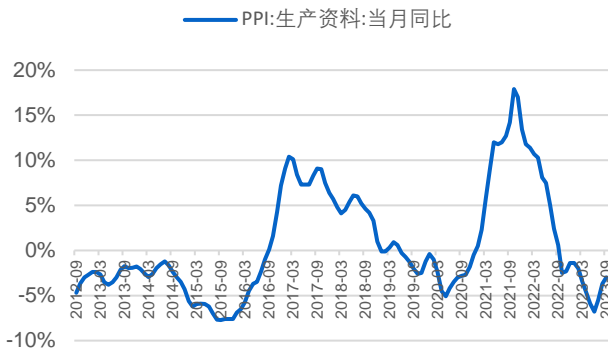


数据来源：wind, 华福证券研究所

制造业即将迎来复苏契机，有望带动叉车需求。在本轮周期中，行业从 2020 年初开始上行，2021 年二季度达到高点并转入下行周期，2023 年一季度下降至历史低位。当前制造业部分指标边际改善，复苏有望到来：1) 生产资料 PPI 已连续 12 个月同比下降，工业原材料价格持续下行。2) 工业企业中长期贷款与企业资本

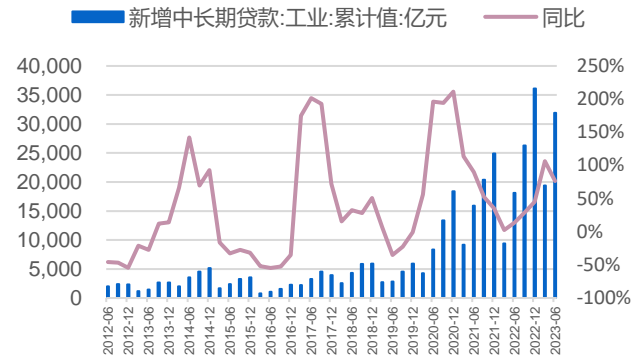
开支计划相关，该指标增速上行趋势明确。2023 年一季度我国工业企业新增中长期贷款 1.94 万亿，同比增长 106.19%；2023 年上半年我国工业企业新增中长期贷款 3.19 万亿，同比增长 76.24%。3) 工业企业利润总额降幅收窄，工业企业库存增速已处于历史低位，有望转入主动补库阶段。

图表 17: 工业原材料价格下行



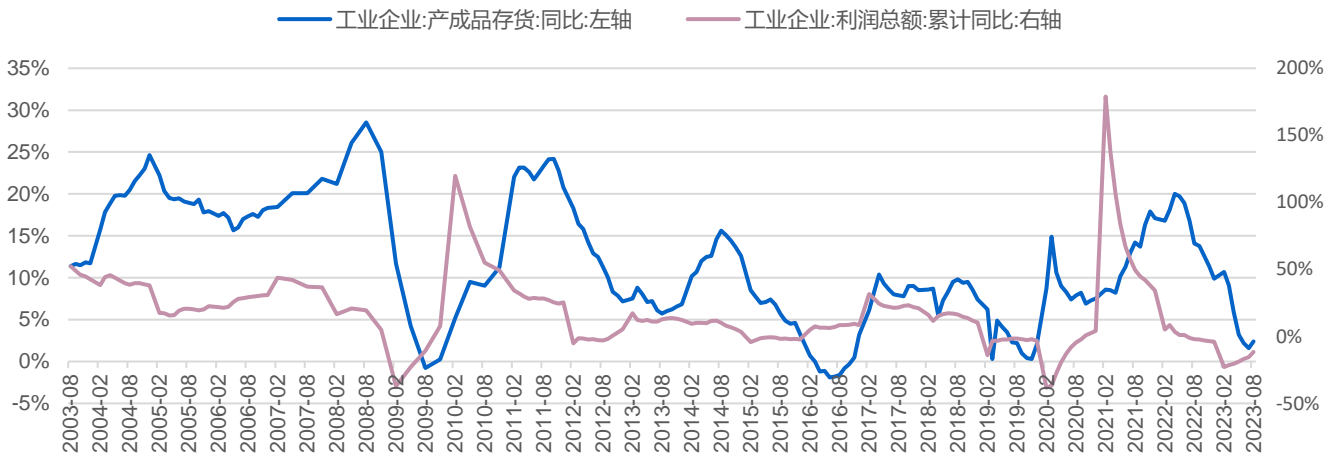
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 18: 工业企业中长期贷款增速回暖



数据来源: wind, 华福证券研究所

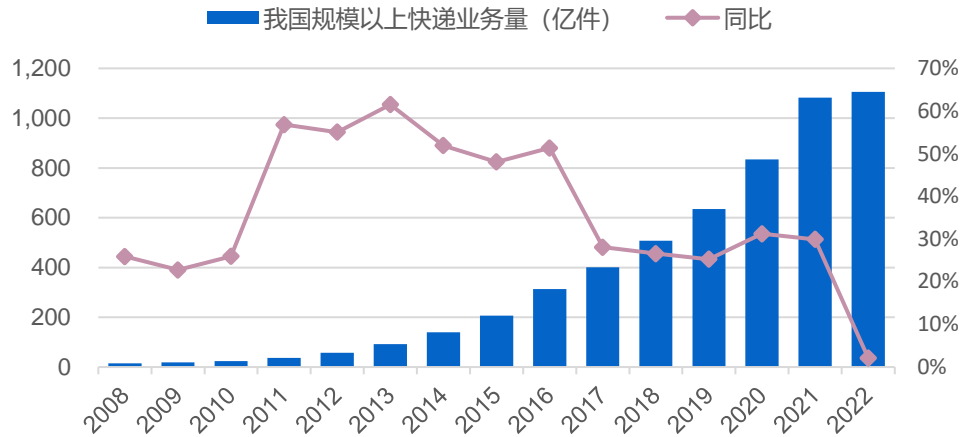
图表 19: 工业企业库存增速处于历史低位



数据来源: wind, 华福证券研究所

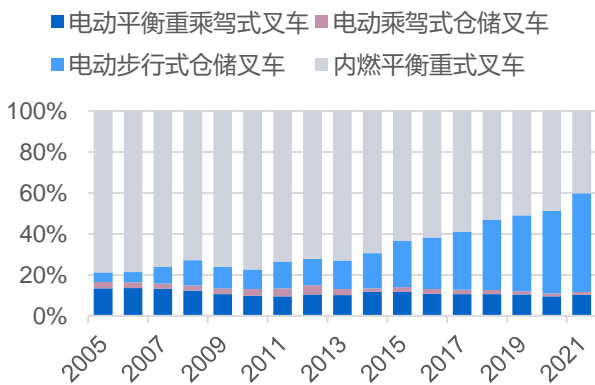
仓储物流行业高速发展促使我国叉车市场发生结构性变化，电动仓储叉车销量占比显著提升。2010-2016 年我国快递行业经历高速发展期，2017-2021 年我国规模以上快递业务量增速有所放缓但仍然维持在 20%以上。在仓储物流行业快速发展的背景下，我国电动步行式仓储叉车销量占比从 2005 年的 5%提升至 2021 年的 48%，为占比提升最快的叉车品类；2019 年以来，我国电动仓储叉车销量增速保持上升，2021 年同比增速达到 63%。

图表 20: 我国快递行业经历快速发展期



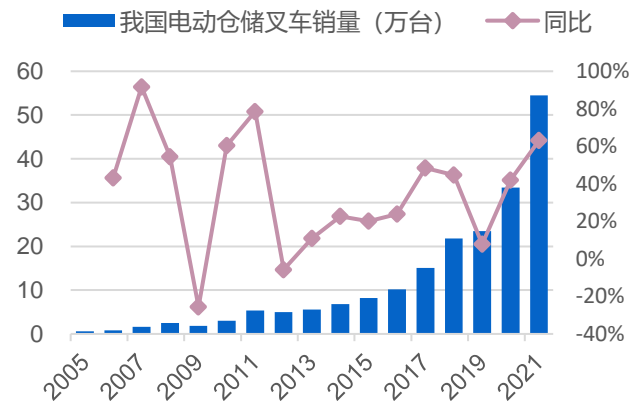
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 21: 我国各类型叉车销量占比



数据来源: wind, 华福证券研究所

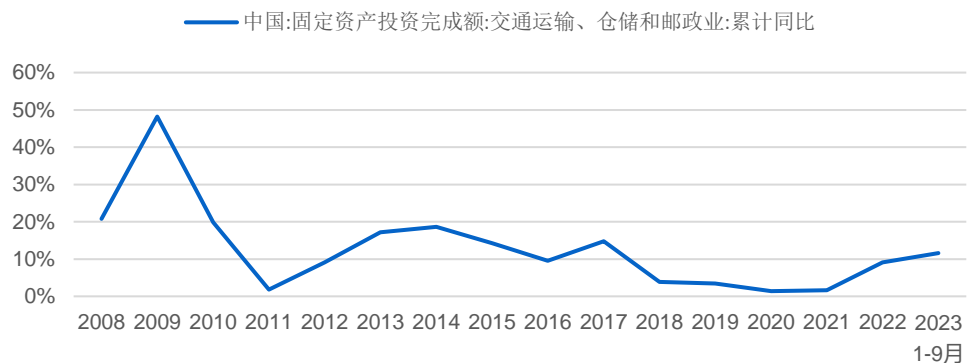
图表 22: 我国电动仓储叉车销量及同比增速



数据来源: wind, 华福证券研究所

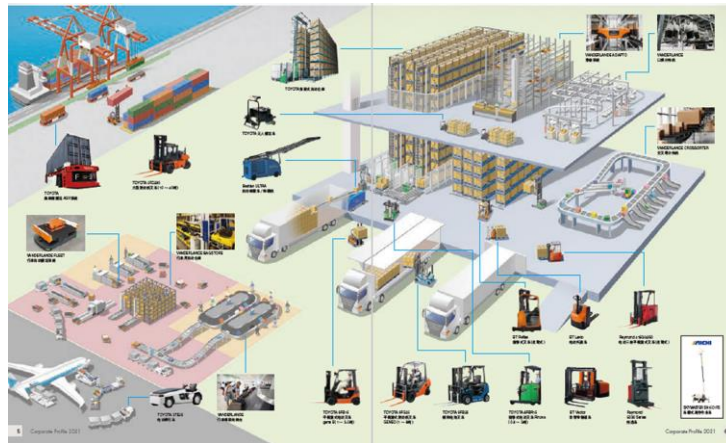
我国仓储物流设施建设投资增速回升, 高效物流设施建设将进一步带动电动叉车需求。2022 年我国交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额同比增速回升至 9%, 2023 年 1~9 月同比增速继续上升至 11.6%, 仓储物流行业发展促进电动仓储叉车需求量进一步扩大。

图表 23: 交通运输、仓储和邮政业固定资产同比增速回升



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 24：叉车等工业车辆在高效物流配套系统中的应用



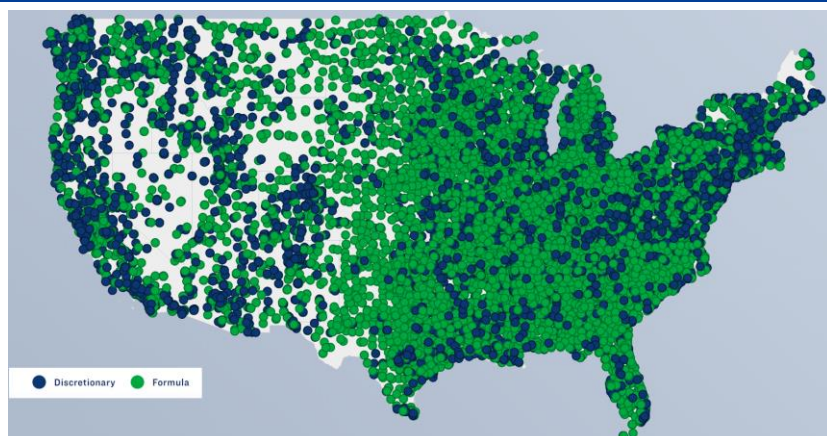
数据来源：丰田叉车官网，华福证券研究所

2.4 美国三大产业政策推进，北美制造业回流有望带动外需

美国总统拜登在执政以来先后签署了三份大型产业政策立法，分别为《基础设施投资和就业法案》(IIJA)、《芯片和科学法案》(CHIPS)、和《通胀削减法案》(IRA)。以上三大法案投资基础设施建设，补贴半导体、新能源等产业，体现出拜登政府促进美国经济转型、重振本土制造业的战略意图。

随着《基础设施建设投资与就业法案》(IIJA)项目破土动工，更多投资流向基础设施建设领域。IIJA 授权联邦政府向州和地方政府分配新资金，以满足与道路、桥梁、公共交通、水和宽带相关的基础设施需求，包括为现有联邦公共工程项目提供 4500 亿美元资金，同时在 5 年内新增约 5500 亿美元投资。

图表 25：拜登任期内美国公共基础设施建设项目分布图

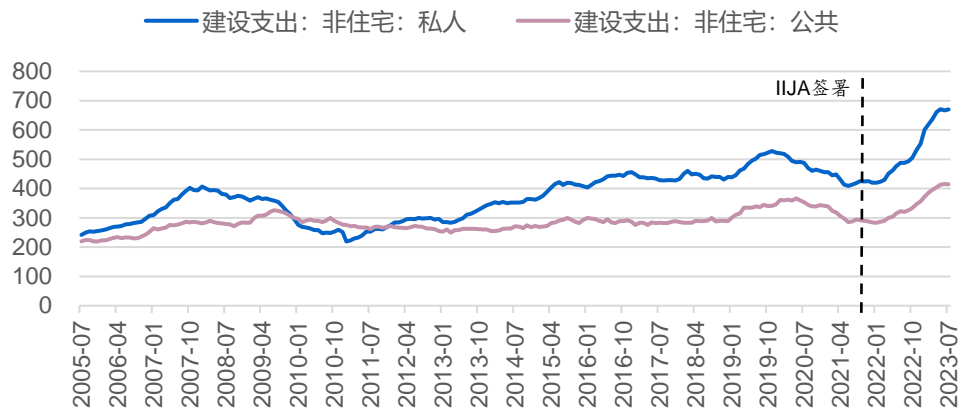


数据来源：白宫官网，华福证券研究所

数据显示 IIJA 资金已经开始转化为支出。自 2021 年 11 月拜登签署 IIJA 至 2023 年 7 月，美国实际非住宅建造支出上涨了 52%，其中公共支出上涨 44%，私人支出上涨近 58%。从细分的非住宅建造支出来看，自法案通过以来，供水方面的公共建筑支出增加 59%，高速公路和街道方面的建筑支出增加 50%，交通方面的私

人建筑支出增加 45%。

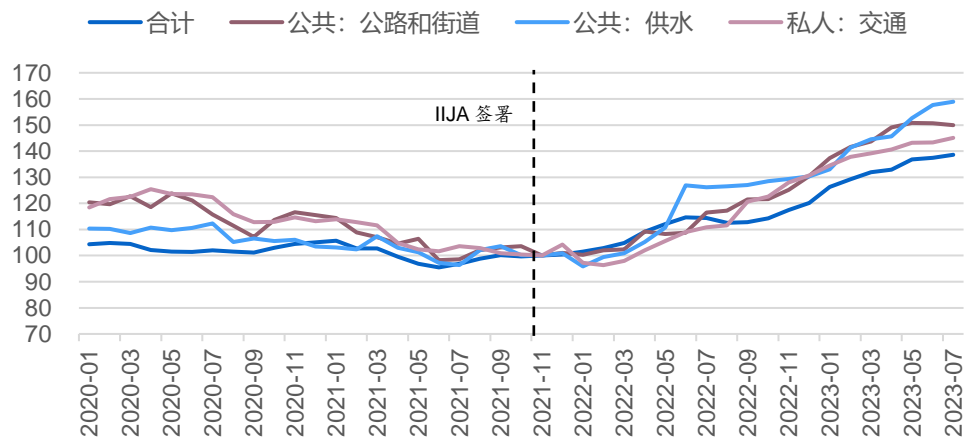
图表 26：美国实际非住宅建设支出（单位：十亿美元）



数据来源：U.S. Census Bureau, U.S. Bureau of Labor Statistics, 华福证券研究所

注：按年率季节性调整后的完工建筑价值（U.S. Census Bureau）采用建筑材料和部件 PPI（U.S. Bureau of Labor Statistics）进行平减。

图表 27：IIJA 签署前后美国实际建设支出的变化趋势（2021/11=100）



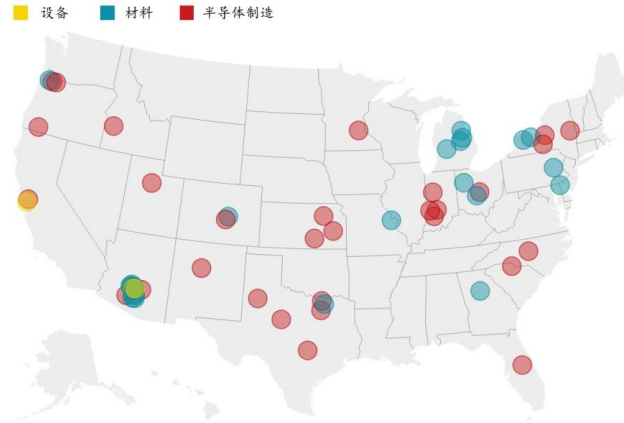
数据来源：U.S. Census Bureau, U.S. Bureau of Labor Statistics, 华福证券研究所

注：按年率季节性调整后的完工建筑价值（U.S. Census Bureau）采用建筑材料和部件 PPI（U.S. Bureau of Labor Statistics）进行平减。

CHIPS 承诺五年内为半导体行业提供 527 亿美元资金，撬动超两千亿美元投资。

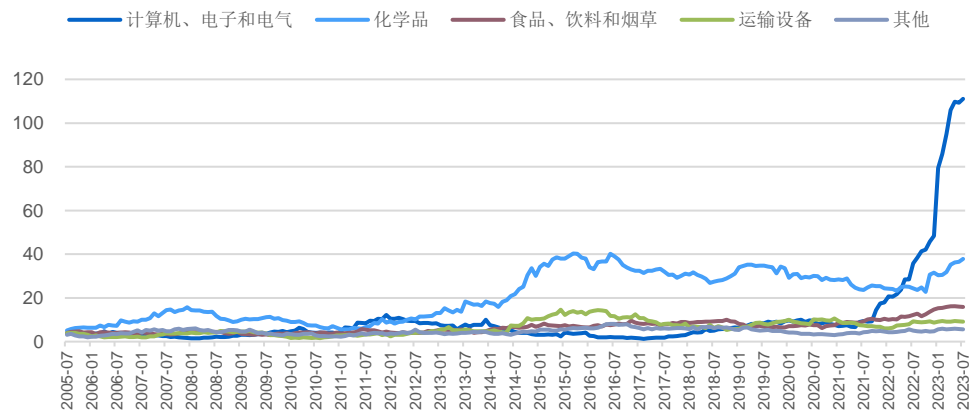
根据美国半导体协会数据，2020 年 5 月至 2023 年 7 月，全美新增半导体投资项目 50 余个，内容主要包括新建晶圆厂、现有晶圆厂扩建以及相关材料和设备的制造，投资金额合计 2156 亿美元。美国实际制造业建设支出同比增速于 2021 年 9 月回正并一路走高，2022 年 8 月芯片法案正式签署生效后，美国实际制造业建设支出再次提速。从各细分行业的建设支出来看，本次制造业建设支出的高速增长主要由计算机、电子和电气行业拉动。

图表 28：2020 年 5 月至 2023 年 7 月美国新增半导体投资项目领域与地区分布



数据来源：SIA, 华福证券研究所

图表 29：美国实际制造业建设支出——按行业细分（单位：十亿美元）

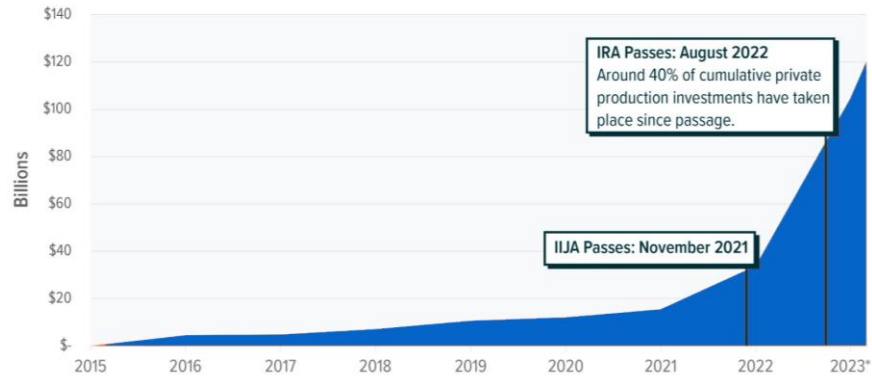


数据来源：U.S. Census Bureau, U.S. Bureau of Labor Statistics, 华福证券研究所

注：按年率季节性调整后的完工建筑价值 (U.S. Census Bureau) 采用建筑材料和部件 PPI (U.S. Bureau of Labor Statistics) 进行平减。

IIJA 与 IRA 签署后美国清洁能源领域投资出现爆发式增长，新能源汽车与电池为投资重点。根据白宫数据，自 2022 年 8 月 IRA 通过至 2023 年 3 月，至少 450 亿美元私人投资被宣布将投入美国新能源汽车和电池产业链；1500 亿美元将被投入清洁能源计划，这一金额超出了 2017-2021 年的投入总和；2022 年 8 月至 2023 年 7 月，美国清洁能源领域新增投资项目 266 个，投资金额合计约 1792 亿美元，新能源汽车与电池为重点投资领域，投资金额占比约 68%。

图表 30：美国新能源汽车与电池领域私人投资额（单位：十亿美元）



数据来源：Global X，华福证券研究所（注：2023 年数据截至 3 月 10 日）

2.5 电动化、锂电化趋势明确，铅酸叉车和内燃叉车将被替代

从经济性来看，同等吨位的锂电叉车价格高于内燃叉车，但能耗成本、维护费用大幅降低，带来更高的综合效益。以 3 吨平衡重式叉车为例进行测算，锂电叉车单价比燃油叉车高 90%，但年能耗成本降低 80%，无维护费用。使用锂电叉车每年节约能耗成本和维护费用合计 5.96 万元/台，可抵消与内燃叉车的购买价差，长期使用将带来更高的经济效益。

从环保性来看，电动叉车无碳排放与尾气排放，环保效益更佳。以 3 吨平衡重式叉车为例进行测算，一台内燃叉车每年的碳排放量为 6883.2kg，而锂电叉车碳排放为零，每辆叉车每年减碳约 6883.2kg。

图表 31：内燃叉车与锂电叉车综合效益对比（以 3 吨平衡重式叉车为例）

	内燃叉车	单位	锂电叉车	单位	差异（锂电-内燃）	单位
每小时能耗	4	升（柴油）	6	度（电）		
日工作时长	8	h	8	h		
年工作天数	300	天	300	天		
年能耗	9600	升（柴油）	14400	度（电）		
燃料价格	7.5	元/升	1	元/度		
单位能耗碳排放	0.717	kg	0	kg		
年能耗成本	72000	元	14400	元	-57600	元
年维护费用	2000	元/台	0	元/台	-2000	元
年使用成本	74000	元/台	14400	元/台	-59600	元
叉车购买成本	57000	元/台	108800	元/台	51800	元
年碳排放	6883.2	kg	0	kg	-6883.2	kg

数据来源：杭叉集团微信公众号，阿里巴巴批发网，华福证券研究所

从性能来看，锂电叉车在运行效率、续航时间、使用寿命、环保等方面优于铅酸电池叉车。电动叉车按照动力电池类型可分为铅酸电池叉车和锂电叉车。根据杭叉集团数据，锂电池充使用寿命、电效率、能量密度和功率密度显著高于铅酸电池，充电费用成本和维护费用显著低于铅酸电池。根据 researchgate 数据，在行驶距离、提升高度和托盘重量差别不大的前提下，锂电叉车平均每小时移动的托盘数量高于铅酸叉车。

图表 32: 锂电池性能优于铅酸电池

车辆性能	电池指标	铅酸电池	磷酸铁锂电池
节能	充电效率	80%	≥97%
	自放电率	10%/月	3%/月
环保	/	含铅	不含
安全	/	好	好
高效	充电时间	8-10h	2h
	能量密度	40Wh/kg, 车辆重心高, 稳定性差	100Wh/kg, 车辆重心低, 稳定性好
	功率密度	300W/kg, 加速性能差	1600W/kg, 车辆加速性能好
智能	BMS	无	有
可靠	适用环境温度	-40~50℃	-25~50℃
	初次购入成本	低	高
成本	充放电次数	800~1000次	≥3000次
	充电费用	高	低
	维护成本	高	0

数据来源: 杭叉集团微信公众号, 华福证券研究所

图表 33: 锂电叉车的运行效率高于铅酸叉车

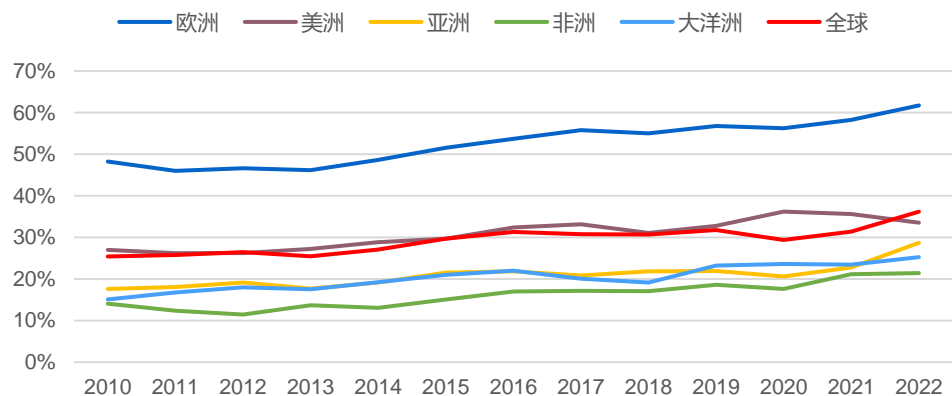
类型	总运行时长 (小时)	总托盘移动量 (个)	托盘移动效率 (个/小时)
铅酸叉车	221	3991	18.1
锂电叉车	190	4008	21.1

数据来源: researchgate, 华福证券研究所

对标欧洲, 美洲和亚洲平衡重式叉车电动化率约有 30 pct 的提升空间。

2010-2022 年, 全球平衡重式叉车电动化率整体呈上升趋势, 从 2010 年的 25.41% 上升至 2022 年的 36.18%。分地区来看, 欧洲市场电动化率最高, 美洲市场电动化率接近全球水平, 而亚洲、非洲和大洋洲市场电动化率低于全球水平。对标欧洲市场, 美洲和亚洲市场的平衡重式叉车电动化率约有 30 pct 的提升空间。

图表 34: 全球及各主要市场平衡重式叉车电动化率

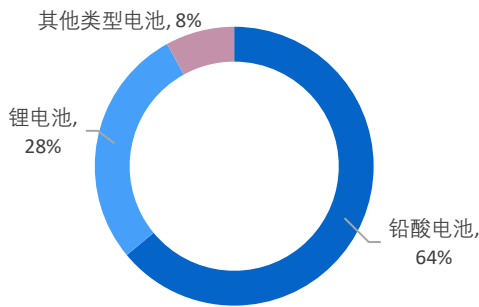


数据来源: WITS, 华福证券研究所

海外市场电动叉车中铅酸叉车仍为主流, 中国电动叉车锂电化程度较高, 有望成为出海优势。根据 Forkify 数据, 2023 年英国电动叉车市场中铅酸叉车占比高达 64%; 锂电叉车占比仅为 28%但增长势头较为强劲, 有望于 2027 年提升至

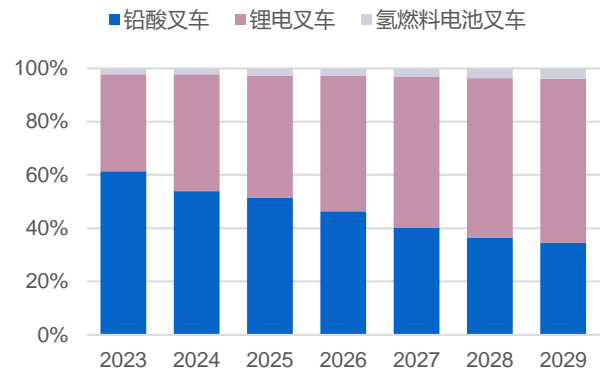
50%。根据 CALSTART 预测，2023 年美国电动叉车市场中铅酸叉车份额占比为 61.37%，锂电叉车份额占比为 36.43%；锂电叉车份额占比有望持续提升，于 2029 年达到 61.48%，铅酸叉车占比将会持续下降。根据 CCMA 工业车辆分会数据，我国锂电叉车 2017-2022 年销量复合增速 119%，在电动叉车中的占比由 4.26%提升至 64.23%，电动叉车锂电化率高于英美市场。

图表 35：英国电动叉车市场份额（按电池类型 2023）



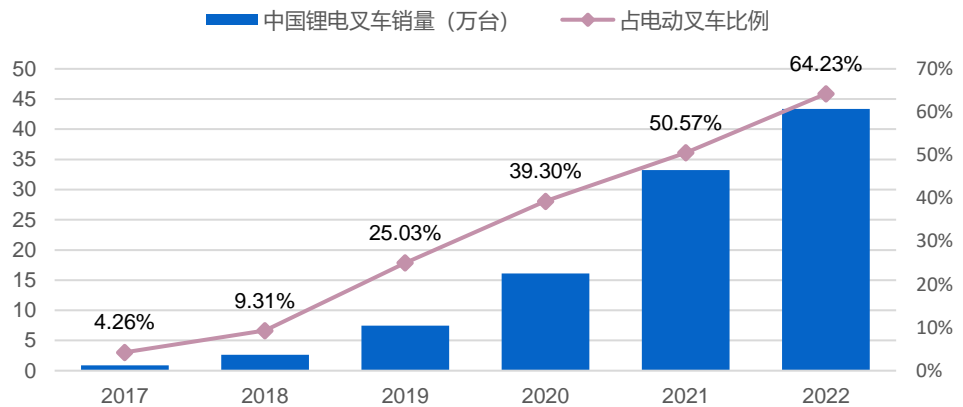
数据来源：Forkify，华福证券研究所

图表 36：美国电动叉车市场份额预测（按电池类型）



数据来源：CALSTART，华福证券研究所

图表 37：2017-2022 年中国锂电叉车销量及占比



数据来源：CCMA 工业车辆分会，华福证券研究所

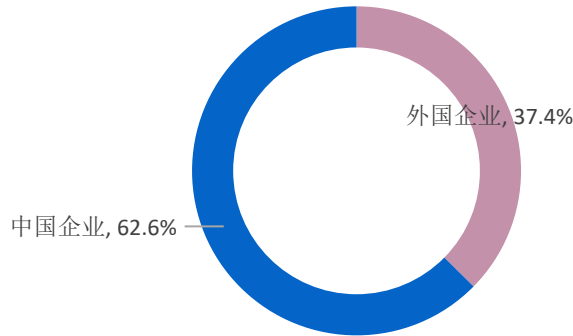
3 锂电化与国际化驱动成长，积极推进业务多元化布局

3.1 锂电叉车谱系齐全性能领先，率先发布多款产品领航全电时代

我国突破新能源汽车三电关键技术，动力电池技术全球领先。工业和信息化部副部长肖亚庆在 2021 年 9 月 13 日的国新办新闻发布会上指出：我国建立了上下游贯通的新能源动力电池完整产业体系，突破了电池、电机、电控等关键技术，其中动力电池技术全球领先。根据 SNE Research 数据，2023 年 H1 全球新增动力电池装车量前十名企业中，中国企业占据 6 席，装机量合计 190.4GWh，市场

份额达 62.6%。全球动力电池龙头宁德时代装车量为 112GWH，与去年同期相比增长 56.2%，全球市场份额为 36.8%，市占率同比增加 1.4 个百分点，连续六年居于全球第一。

图表 38：2023H1 全球动力电池装车量占比



数据来源：SNE Research，华福证券研究所

图表 39：2023H1 全球动力电池装机量 TOP10 企业情况

排名	企业名称	2022H1 全球装机量/GWh	2023H1 全球装机量/GWh	同比增长	2022 年全球市占率	2023 年全球市占率
1	宁德时代	71.7	112.0	56.2%	35.4%	36.8%
2	比亚迪	23.6	47.7	102.4%	11.6%	15.7%
3	LG 新能源	29.3	44.1	50.3%	14.5%	14.5%
4	松下	16.4	22.8	39.2%	8.1%	7.5%
5	SK On	13.7	15.9	16.1%	6.8%	5.2%
6	中航锂电	8.2	13.0	58.5%	4.1%	4.3%
7	三星 SDI	9.8	12.6	28.2%	4.8%	4.1%
8	亿纬锂能	2.6	6.6	151.7%	1.3%	2.2%
9	国轩高科	5.5	6.5	17.8%	2.7%	2.1%
10	欣旺达	3.2	4.6	44.9%	1.6%	1.5%

数据来源：SNE Research，华福证券研究所

公司与国内锂电龙头企业合作，不断精进三电技术助力叉车性能提升。公司于 2017 年成立鹏成新能源与宁德时代合作，主攻叉车锂电池产品；电机方面与技术成熟的供应商合作。2018 年，公司和河南嘉晨智能合作，在电控、智能仪表等方面进行布局。杭叉 XC 锂电池叉车自 2019 年开始采用宁德时代电芯及模组，颠覆性的快速充电技术使得充电时间最快缩短 90%，只需 2 小时即可充满电；电芯、模组均经过 273 项安全测试，BMS 主被动安全防护结合，热失控温度 600°C 以上，充分保障整车及驾驶员的安全；在正常充放电条件下，电池循环充放电 4000 次后，容量保持率大于 75%，寿命长达 10 年；电池经过冲击、火烧、挤压等多项测试，均没有受到损耗，充分验证了电池的坚固耐用。

图表 40：杭叉 XC 锂电叉车有全球锂电龙头宁德时代参与研发



数据来源：杭叉集团微信公众号，华福证券研究所

公司产品逐步突破吨位、行驶速度、连续工作时长等瓶颈，可在更广泛的应用场景对内燃叉车进行替代。杭叉锂电高压叉车于 2023 年 7 月 26 日正式交付和鼎铜业投入使用，车型有 3.5 吨、5 吨和 10 吨。杭叉高压锂电叉车驱动和工作系统均采用汽车级-永磁同步系统，配合大速比减速箱，行驶速度、爬坡度和加速性能媲美内燃车；电机电控采用水冷控制方式，电机电控散热效果更佳，完全可以像内燃车一样长时间、高强度作业。由于户外作业、工作强度大、连续工作时间长，一般电动叉车无法满足使用需求，和鼎铜业原来几乎全部使用内燃叉车，而杭叉高压锂电叉车完全符合和鼎铜业的需求和作业特点，可以完美替代高能耗的内燃叉车。

图表 41：杭叉集团交付和鼎铜业的高压锂电叉车



数据来源：杭叉集团微信公众号，华福证券研究所

公司于行业内率先发布多款产品，锂电产品系列齐全。公司已掌握电动叉车锂电专用架构平台技术、高电压永磁同步技术、快速充电技术等新能源工业车辆核心技术，在行业中率先发布 1.5-48t 平衡重式高压锂电叉车、20-60t 锂电牵引车、集

装箱正面吊和空箱堆高机等全系列高压锂电车型，在作业效率、耐候性、安全性、可靠性及舒适性方面均优于内燃车型，产品应用于港口、汽车、钢铁及造纸等行业。此外，公司还在行业内首先推出了锂电专用前移式叉车、氢燃料电池专用叉车等新能源产品，0.6-48t 全系列产品均实现新能源化。公司为行业中锂电池产品系列最齐全的企业，氢燃料电池叉车在国内行业最早实现批量销售。

图表 42：公司电动叉车产品合集

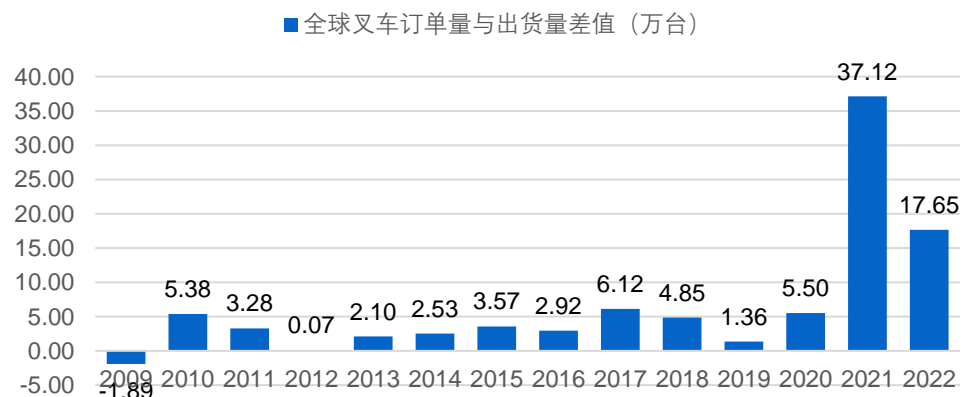


数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 中国叉车企业开启国际化进程，公司海外业务迎来快速发展期

近年来全球叉车出货量显著落后于订单量，2022 年全球叉车市场增长低迷的原因或来自供给侧。2021 年全球叉车销量 196.94 万台，同比增长 24.44%，增速创十年以来新高。而 2022 年全球叉车 200.63 万台，同比增速回落至 1.87%。2021 年全球叉车订单量与出货量差值达到历史巅峰的 37.12 万台，2022 年此差值仍有 17.65 万台。根据 Interact Analysis 数据，2021-2022 年全球范围内叉车的交付期达到 6~18 个月，部分地区甚至达到了 24 个月。以上数据显示造成出货量的增长低迷的主要原因或来自供给侧，而非需求不足。

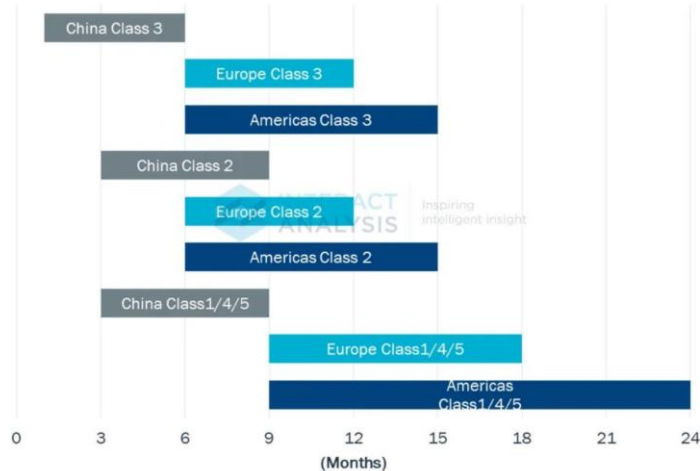
图表 43：全球叉车订单量与出货量差值



数据来源：WITS，华福证券研究所

我国叉车交付期显著短于欧洲和美洲，在需求饱满的情况下，快速交付将成为我国叉车出海优势。2021年以来，受全球叉车龙头丰田美国生产基地部分车型因发动机认证问题停产、通胀高企、国际航运受阻等因素影响，北美地区叉车交付周期显著拉长。根据 Interact Analysis 数据：1) 北美市场交付周期高于欧洲和中国，其中 1/4/5 类平衡重叉车的交货时间最长（9-24 个月），其次是 2 类电动乘驾式叉车和 3 类的电动搬运车（6-15 个月）。2) 欧洲市场交付周期处于中间水平，电动仓储叉车的交货时间从 6 到 12 个月不等，而一些平衡重式叉车的交货期超过 1 年。3) 中国市场交付周期最短，基本在 9 个月以内，与欧洲和北美相比优势明显。

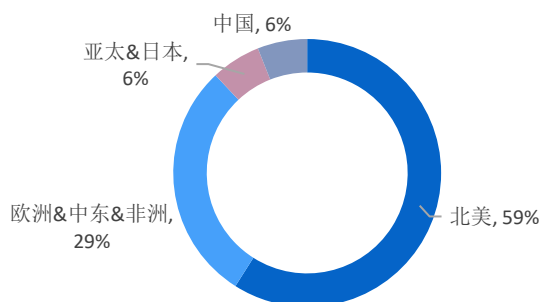
图表 44：2022 年全球各地区市场各类叉车交付周期



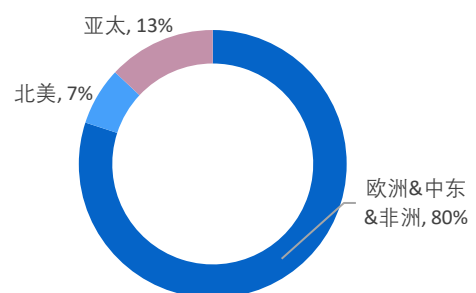
数据来源：Interact Analysis，华福证券研究所

从几家国际叉车巨头来看，其营收地区分布呈现高度国际化的特征。2022 年，海斯特北美之外营收占比为 41%，永恒力德国之外营收占比为 77%，三菱物捷仕日本之外营收占比为 71%。

图表 45：美国海斯特分地区营收占比（2022 年）

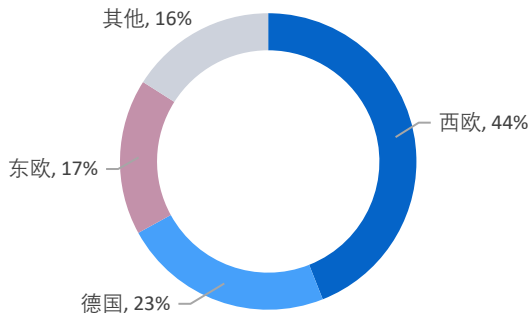


图表 46：德国凯傲分地区营收占比（2022 年）



数据来源：海斯特官网，华福证券研究所

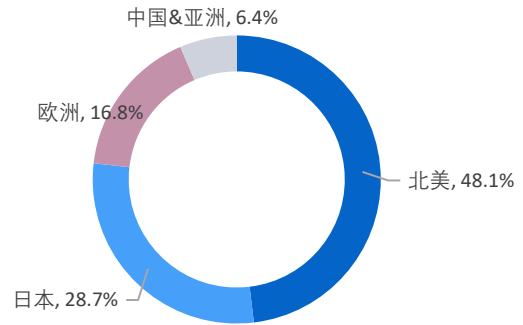
图表 47：德国永恒力分地区营收占比（2022 年）



数据来源：永恒力官网，华福证券研究所

数据来源：凯傲官网，华福证券研究所

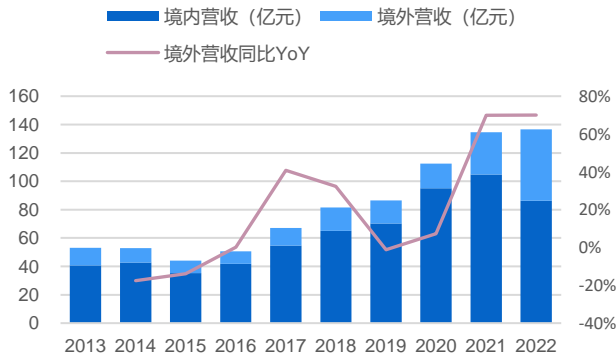
图表 48：日本三菱物捷仕分地区营收占比（2022 年）



数据来源：三菱物捷仕官网，华福证券研究所

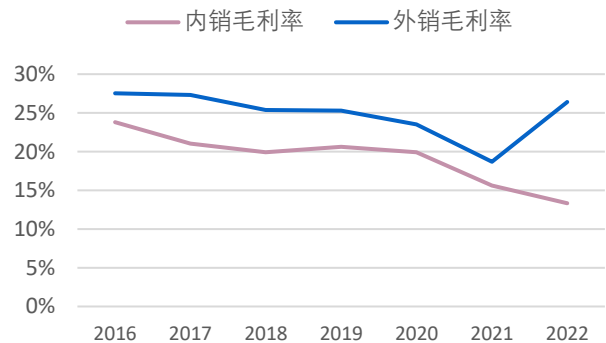
对标国际巨头公司境外营收占比具备较大提升潜力，外销产品毛利率较高，出海将增强公司盈利能力。2022 年，公司海外营业收入占主营业务收入比例为 34.96%，同比提升 7.73pct；海外营收 50.38 亿元，同比增长 70.06%。海外业务毛利率高于境内业务毛利率，海外业务规模扩大、收入占比提升，将有助于公司整体盈利能力的增强。

图表 49：公司海外营收快速提升



数据来源：choice，华福证券研究所

图表 50：公司外销毛利率高于内销



数据来源：choice，华福证券研究所

公司海外布局较为完善，客户满意度不断增强。公司在欧洲、北美、东南亚、大洋洲等成立了 9 家海外销售型公司、配件服务中心，形成由“杭叉总部-海外公司-代理商”组成的三层级服务网络，确保终端用户可以得到快速且专业的配件售后服务，公司的品牌知名度和用户满意度不断增强，产品海外市场销售规模快速提升。

图表 51：公司海外布局较为完善



数据来源：公司官网，华福证券研究所

3.3 发展智能物流和高机板块，践行多元化战略增强业绩弹性

公司利用新能源技术优势，进一步加快锂电池生产基地建设，加大锂电池推广力度，同时加快租赁、配件、修理、再制造、锂电池替换铅酸电池等其它后市场业务拓展。践行多元化战略，发展新能源、智能物流（AGV、系统集成）以及高空作业车辆板块。

我国 AGV 销量高速增长，预计 2023 年市场规模超 130 亿。AGV（无人搬运车）是工业机器人产业中的一个细分品类，装备有电磁或光学等自动导引装置，能够沿规定的导引路径行驶，最主要的用途是搬运。根据 GGII 数据，2022 年我国 AGV 销量创新高，达到 8.14 万台，同比增长 27.67%；市场规模 96.73 亿元，同比增长 23.83%；预计 2023 年我国 AGV 销量有望突破 11 万台，同比增速将超过 40%，市场规模超 130 亿元。

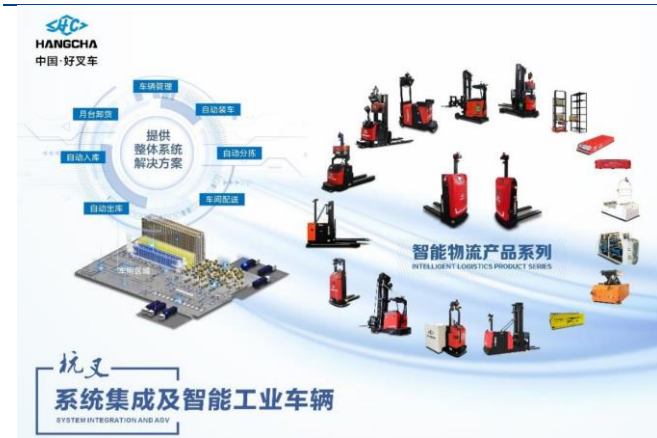
图表 52：2017-2027 年我国 AGV 销量及预测



数据来源：GGII，华福证券研究所

公司为率先进入 AGV 设备领域的国内厂商，居于行业领跑者地位。2012 年公司率先在行业内自主研发 AGV 设备。2016 年于国外引进 NDC 技术，并组建“杭叉汉和智能”软件团队，完成了杭叉集团智能物流的战略布局。2018 年 2 月成立杭叉智能，专注于无人叉车市场。在 GGII 发布的 2021 年中国叉车 AGV 民营企业竞争力排行榜中，杭叉智能位列第一，行业领跑者地位得到证实。

图表 53: 公司 AGV 和系统集成产品



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 54: 2021 年我国叉车 AGV 民企 TOP10

序号	企业	得分
1	杭叉智能	86.5
2	艾吉威	85
3	嘉腾机器人	84.5
4	诺力	84
5	井松智能	82.5
6	国自机器人	81.5
7	木牛流马	81
8	佳顺智能	81
9	未来机器人	80.5
10	仙工智能	79
	宇锋智能	78

数据来源: GGII, 华福证券研究所

2006 年, 杭叉集团成立杭叉高空设备有限公司, 专门致力于智能高空作业平台研发、制造、销售和服务, 目前已拥有自行曲臂式、自行剪叉式、桅杆式等高空作业平台, 产品作业高度覆盖 4~28 米区间, 产品通过德国 TUV 南德公司的欧洲 CE 安全认证。公司在自行式高空作业平台产品上起点高、起步早, 迄今为止, 产品已畅销全国, 同时远销东南亚、中东、南美、欧洲等海外市场。

图表 55: 公司高空作业平台产品



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

4 盈利预测与估值

叉车、配件及其他: 国内制造业迎来复苏契机, 内需有望改善。公司海外销售布局完善, 凭借锂电产品优势, 海外业务有望进入稳定增长期。同时, 海外营收占比提升、产品结构改善有望提升该业务毛利率。预计公司 2023-2025 年叉车、配件及其他业务收入分别为 165.42、190.89、213.09 亿元, 同比增速分别为 21.08%、15.40%、11.63%; 毛利率分别为 19.60%、19.60%、20.50%。

其他业务: 预计公司未来将聚焦主业, 2023-2025 年其他业务收入分别为 6.93、6.40、5.91 亿元, 同比增速分别为 -7.68%、-7.68%、-7.68%; 毛利率分别为

33.15%、33.15%、33.15%。

销售费用率：预计公司 2023-2025 年加强国内外市场开拓，销售费用率提升，分别为 3.2%、3.3%、3.4%。

管理费用率：预计公司 2023-2025 年加强费用控制，管理费用率下降，分别为 2.1%、2.0%、2.0%。

研发费用率：预计公司 2023-2025 年加大研发投入，研发费用率分别为 4.7%、4.8%、4.8%。

图表 56：业务拆分表

项目名称	2021A	2022A	2023H1	2023E	2024E	2025E
总体						
营业总收入（百万元）	14,489.71	14,412.41	8222.13	17,234.64	19,728.81	21,899.72
YoY	26.53%	-0.53%	9.27%	19.58%	14.47%	11.00%
毛利率	15.51%	17.78%	19.09%	20.14%	20.04%	20.84%
叉车、配件及其他						
营业收入（百万元）	13,451.99	13,661.69	8113.18	16541.57	19088.98	21309.02
YoY	19.54%	1.56%	9.54%	21.08%	15.40%	11.63%
毛利率	16.30%	18.15%	18.81%	19.60%	19.60%	20.50%
其他业务						
营业收入（百万元）	1,037.72	750.72	108.94	693.06	639.84	590.70
YoY	422.91%	-27.66%	-7.68%	-7.68%	-7.68%	-7.68%
毛利率	5.38%	11.10%	33.15%	33.15%	33.15%	33.15%

数据来源：wind，华福证券研究所

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 16.24/18.39/21.31 亿元，同比增速分别为 64%/13%/16%，当前股价对应 PE 分别为 14.4/12.7/11.0 倍。

选取叉车龙头安徽合力，高机龙头浙江鼎力，以及通用设备龙头海天精工、国茂股份作为可比公司，2024 年行业平均估值为 14 倍。考虑到公司与主要竞争对手相比海外营收占比更高、锂电叉车谱系齐全性能领先，我们给予公司 2024 年 16 倍估值，目标价 31.45 元/股，给予“买入”评级。

图表 57：可比公司估值（截至 2024.1.15，可比公司盈利预测数据为 wind 一致预测）

代码	股票简称	总市值/亿元	EPS（元/股）				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600761.SH	安徽合力	141.68	1.09	1.74	2.09	2.47	15	11	9	7
603338.SH	浙江鼎力	265.07	2.04	3.21	3.79	4.45	20	16	13	11
601882.SH	海天精工	129.40	0.95	1.20	1.46	1.78	25	21	17	14
603915.SH	国茂股份	96.38	0.62	0.64	0.82	0.99	24	23	18	15
均值							21	18	14	12
603298.SH	杭叉集团	234.18	1.06	1.74	1.97	2.28	24	14	13	11

数据来源：wind，华福证券研究所

5 风险提示

下游需求复苏不及预期。叉车需求与制造业整体景气度相关，同时电动叉车需求受仓储物流等细分行业的影响较为显著。若国内外制造业复苏不及预期，仓储物流行业增长不及预期，将会影响叉车需求。

海外市场开拓不及预期。企业海外市场的开拓与自身产品竞争力、渠道建设、竞争策略有关，若拓展海外市场的决策出现偏差，可能造成进展不及预期。

外汇风险。公司境外营收规模较大，汇率波动影响毛利率和汇兑损益，若人民币升值，将对公司盈利能力产生负面影响。

原材料价格波动风险。钢材、锂电池等原材料价格若出现上升，在成本压力无法传导的情况下，将会降低公司盈利能力。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn