

# 叉车行业： 中力股份与安徽合力、杭叉集团财务指标对比看叉车行业电 动化、国际化

姚健(证券分析师)

S0350522030001

yaoj@ghzq.com.cn

李亦桐(证券分析师)

S0350523050007

liyt01@ghzq.com.cn

## 相关报告

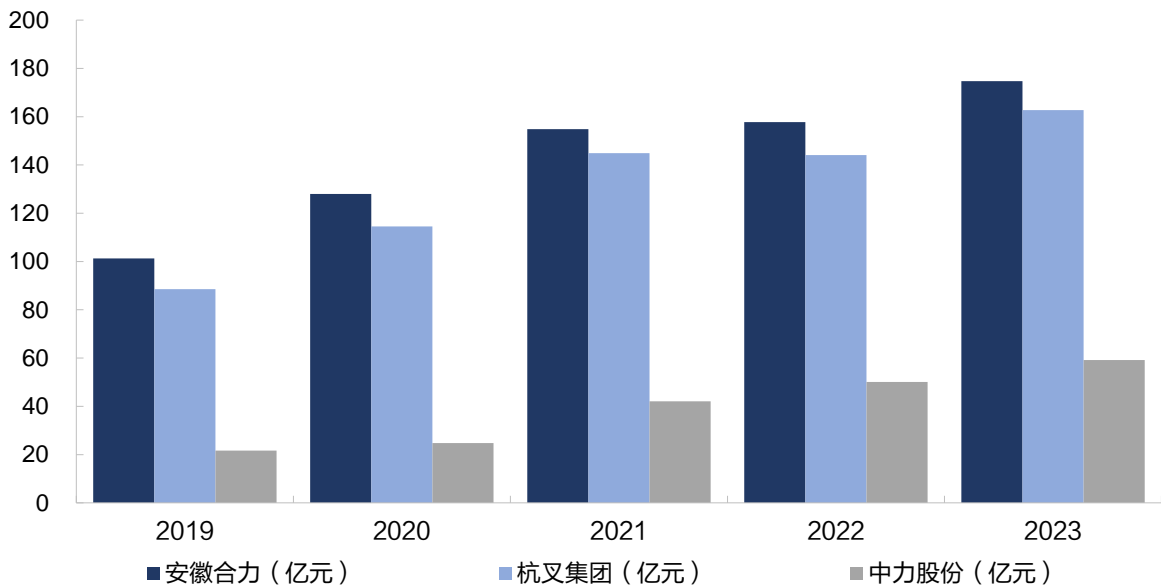
《精密减速器行业报告：机器人关键部件，有望受益人形机器人产业化\*通用设备\*李亦桐，姚健》——2024-03-08

- 从收入增速节奏来看，中力股份与安徽合力、杭叉集团存在一定差异，安徽合力、杭叉集团作为叉车综合领域的龙头，除海外出口的影响外，收入增速节奏主要为国内库存周期的变化，中力股份锂电叉车销售占主导，尽管仍受到国内周期影响，锂电叉车本身较强的成长性使其增速较安徽合力、杭叉集团更高。
- 整体而言，电动化、国际化逻辑当前对中力股份的利润率边际改善力度偏弱，其成长性主要来源于锂电叉车销量的渗透趋势。
- 中力股份销售费用率、管理费用率整体较安徽合力、杭叉集团更高，主要源于规模较小情况下，销售与管理网络的规模效应不明显。而从研发费用来看，中力股份研发费用率较低，主要为品类较为集中的情况下，研发投入相对较低。
- ROE方面，2023年中力股份ROE为28.3%，2019–2023年ROE基本在25%以上，同期安徽合力、杭叉集团ROE水平在12%–20%之间，中力股份ROE水平较高，主要源于其利润率水平较高、杠杆倍数较高。
- 从2023年收入结构来看，中力股份海外收入占比54.9%，对比之下，杭叉集团、安徽合力海外收入占比分别为40.2%、35.0%，中力股份海外收入占比较高。
- 风险提示：国内制造业复苏不及预期，国际贸易政策波动，原材料价格波动，产品迭代不及预期，海运费波动，研究方法存在局限性。

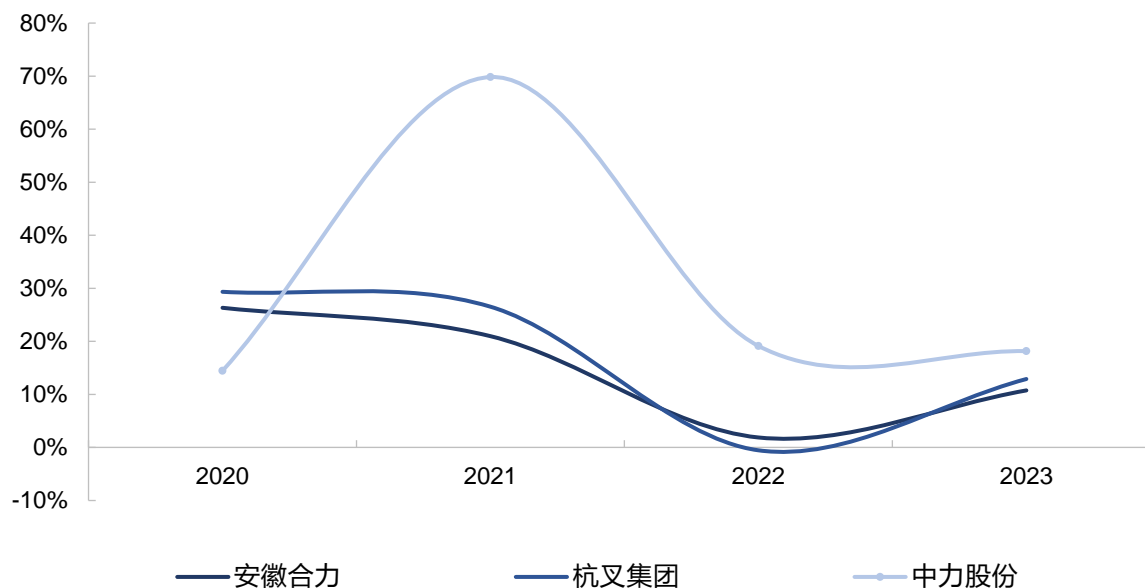
# 1.1 中力股份营收规模对比两大巨头较低，锂电主导下成长性较强

- 2023年中力股份营业收入59.21亿元，同比+18.2%，同期安徽合力、杭叉集团营业收入分别为174.71、162.72亿元，分别同比+10.8%、+12.9%，中力股份收入规模对比两大巨头较低。

图表：中力股份收入较杭叉集团、安徽合力较小



图表：中力股份2021-2023年收入增速较安徽合力、杭叉集团更快

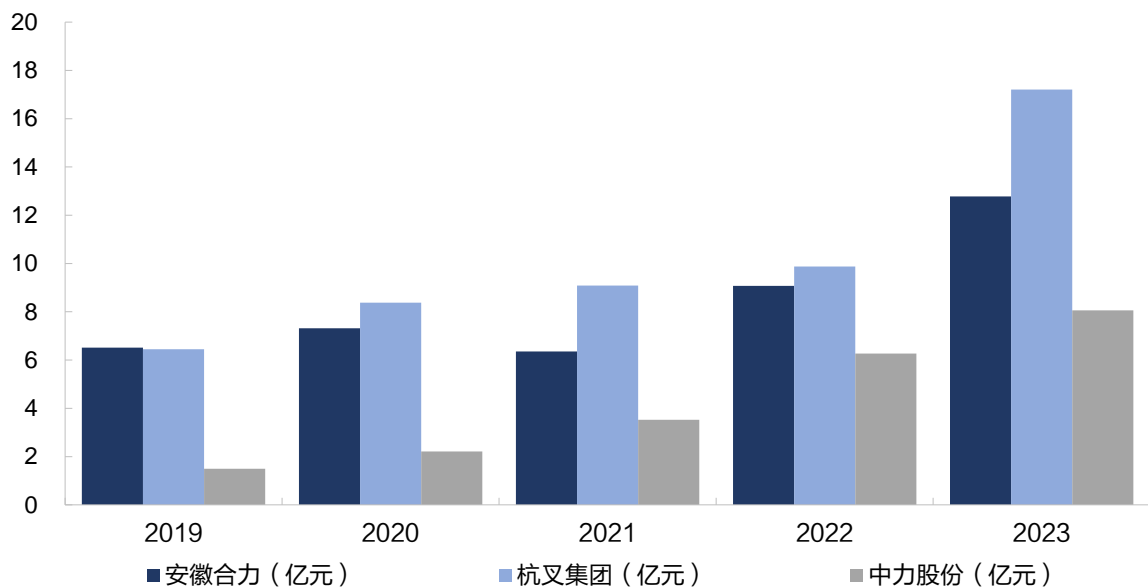


资料来源：Wind，国海证券研究所

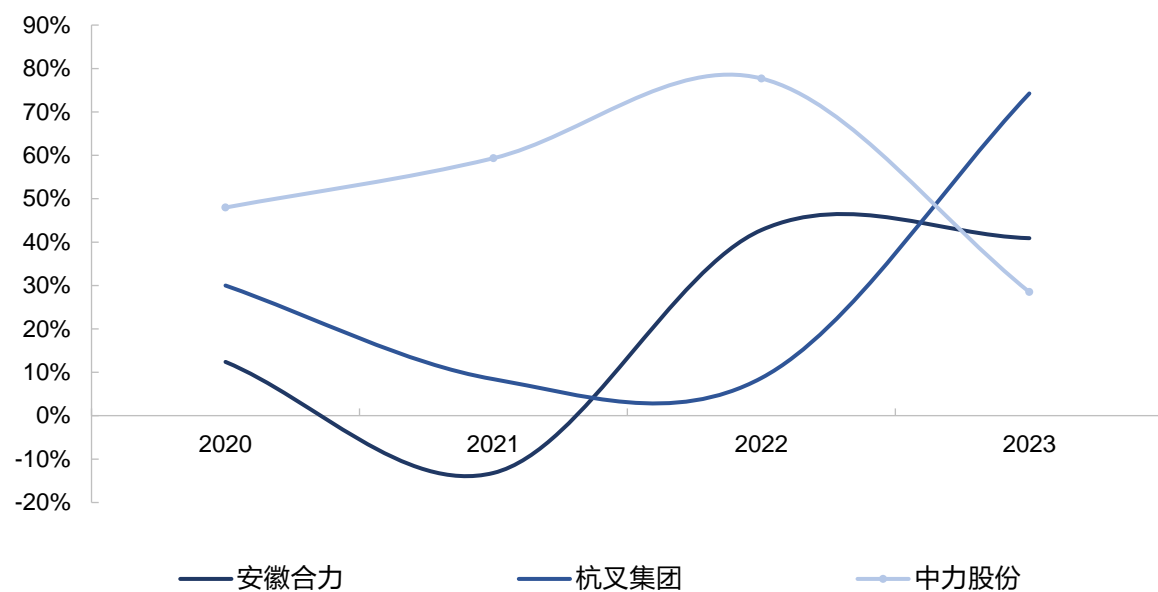
## 1.2 中力股份当前利润率边际改善力度偏弱，成长性来源于锂电叉车渗透

- 利润方面，2023年中力股份归母净利润8.06亿元，同比+28.5%，同期安徽合力、杭叉集团归母净利润分别为12.78、17.20亿元，分别同比+40.9%、+74.2%，中力股份与安徽合力、杭叉集团利润端的差距较小，主要源于锂电叉车占比高导致的利润率更高。
- 利润增速节奏方面，2023年中力股份归母净利润增速较两大巨头略低，主要源于电动化、国际化发力较早，归母净利润边际改善力度比安徽合力、杭叉集团略低。
- 整体而言，电动化、国际化逻辑当前对中力股份的利润率边际改善力度偏弱，其成长性主要来源于锂电叉车销量的渗透趋势。

图表：中力股份归母净利润较杭叉集团、安徽合力较小



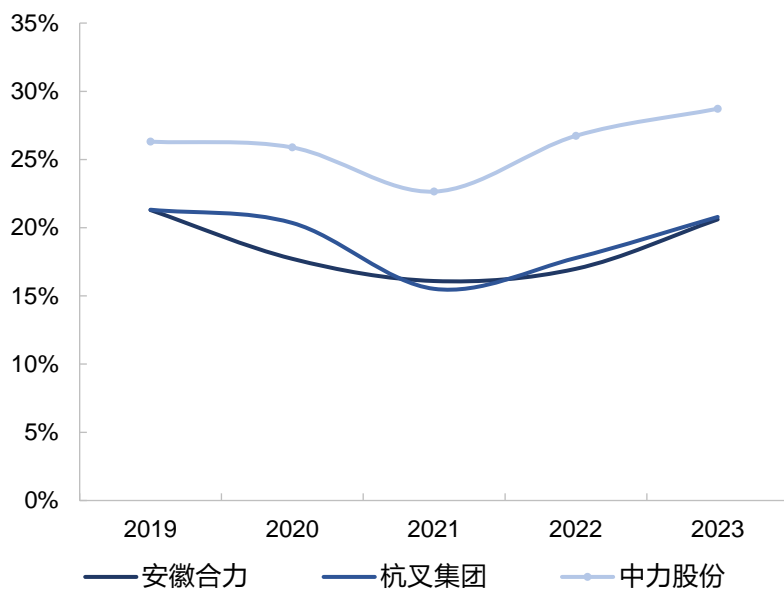
图表：2023年中力股份归母净利润增速较杭叉集团、安徽合力略低



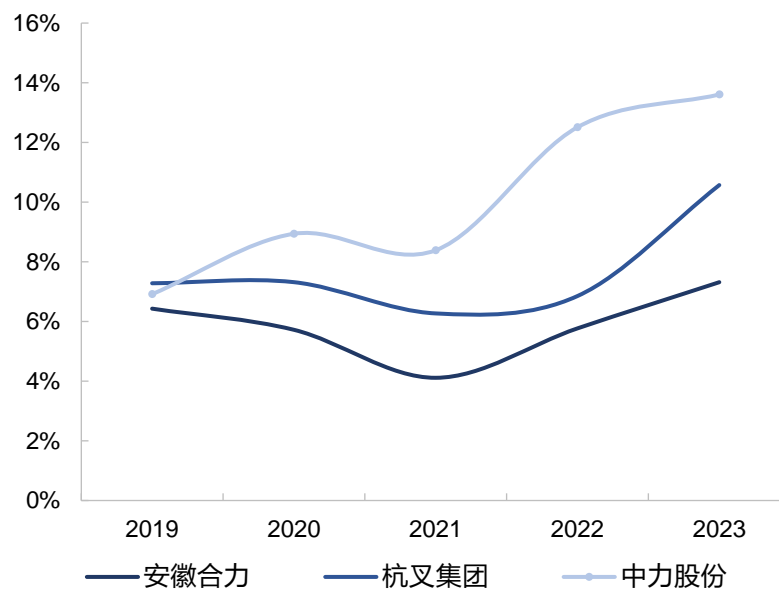
# 1.3 中力股份毛利率水平较高，锂电化、国际化节奏较为领先

- 2023年中力股份毛利率28.7%，同期安徽合力、杭叉集团毛利率为20.6%、20.8%，锂电叉车占比高导致其毛利率水平更高。
- 2023年中力股份归母净利率13.6%，高于同期安徽合力、杭叉集团的7.3%、10.6%，从2020年开始净利率即出现较为明显的上扬，锂电化、国际化节奏较为领先。
- 费用率方面，2023年中力股份期间费用率11.3%，与安徽合力、杭叉集团基本处于同样水准，2019-2022年间费用率持续优化。

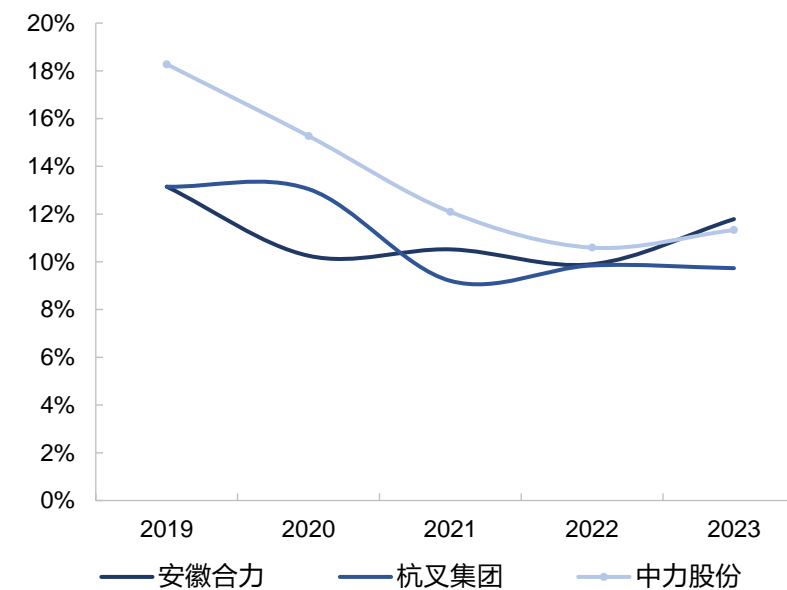
图表：中力股份毛利率水平较安徽合力、杭叉集团更高



图表：中力股份归母净利率提升领先于两大巨头



图表：中力股份期间费用率2019-2022年持续优化

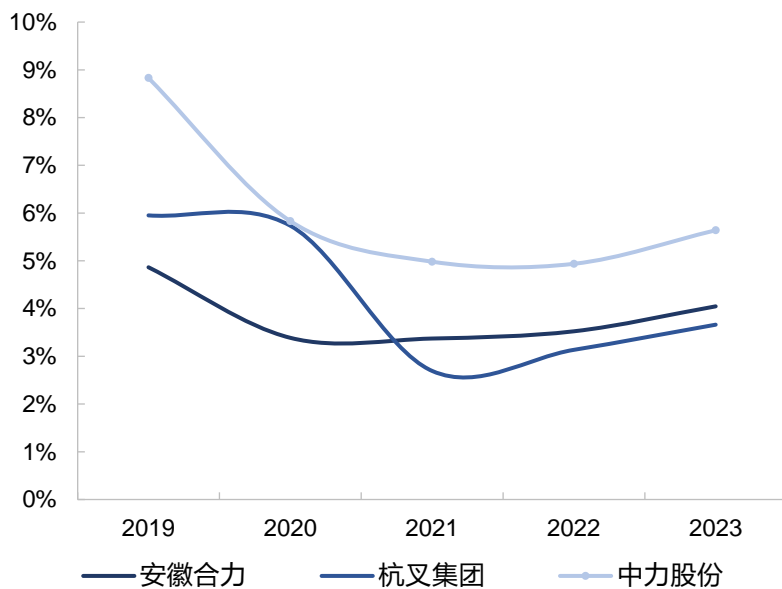


资料来源：Wind，国海证券研究所

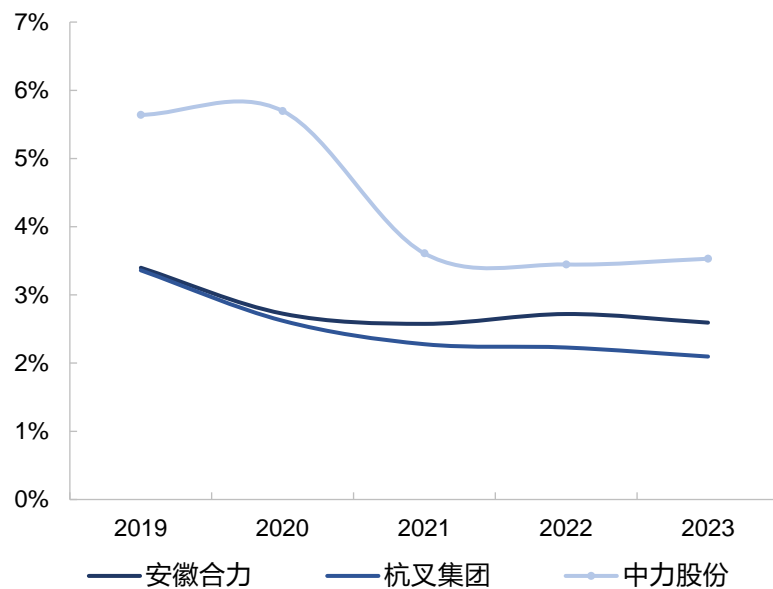
# 1.4 中力股份销售管理网络规模效应不明显，品类集中情况下研发费用较低

- 具体费用来看，中力股份销售费用率、管理费用率整体较安徽合力、杭叉集团更高，主要源于中力股份营收规模较小情况下，销售与管理网络的规模效应不明显。
- 而从研发费用来看，中力股份研发费用率较低，主要为品类较为集中的情况下，研发投入相对较低。

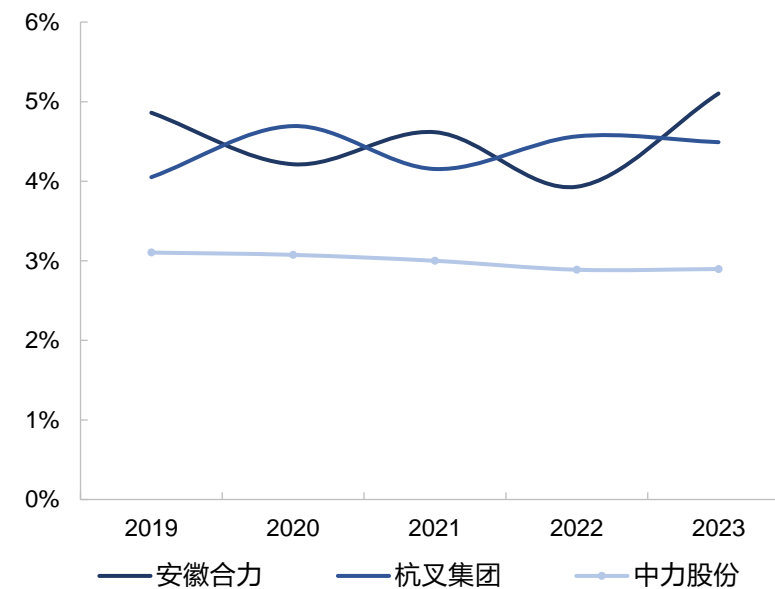
图表：中力股份销售费用率较高



图表：中力股份管理费用率较高



图表：中力股份品类集中，研发费用率较低

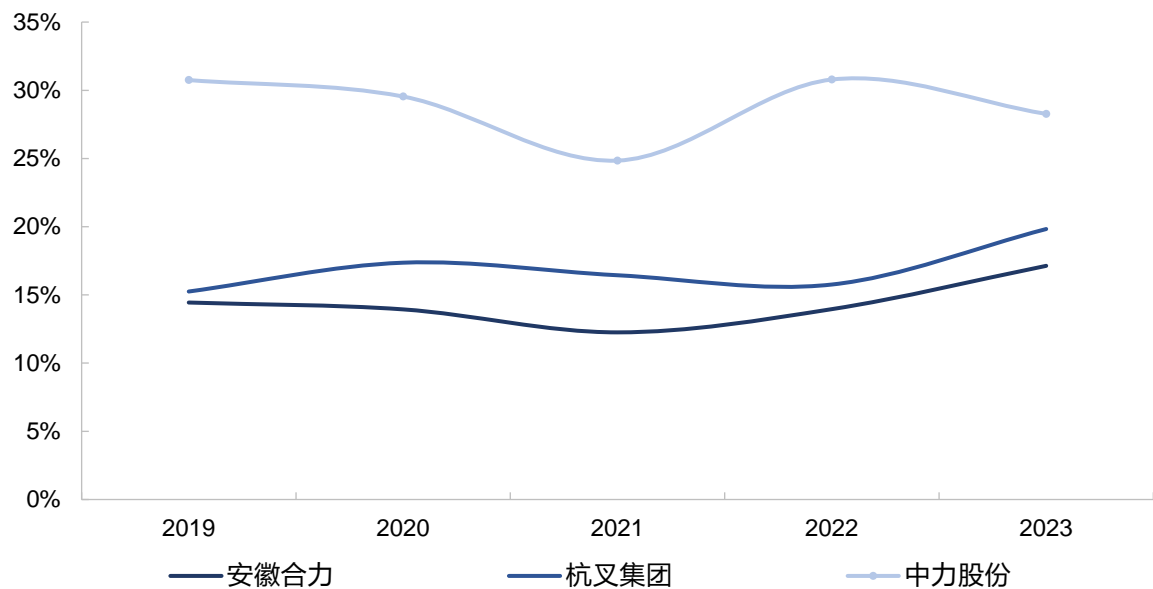


资料来源：Wind，国海证券研究所

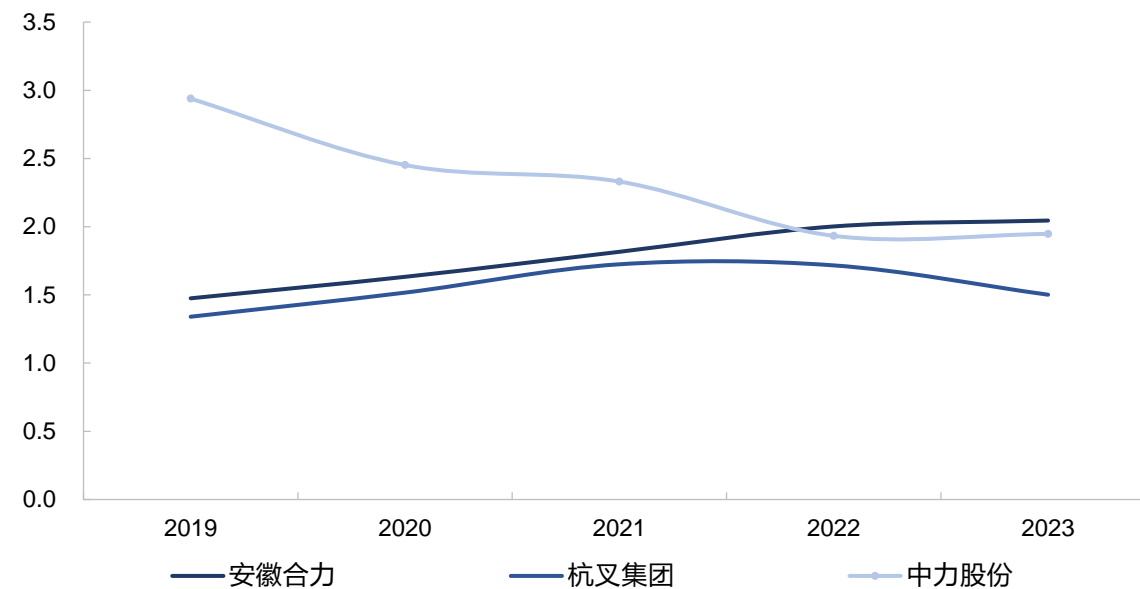
# 1.5 高利润率及杠杆率影响，中力股份ROE水平较高

- ROE方面，2023年中力股份ROE为28.3%，2019-2023年ROE基本在25%以上，同期杭叉、合力ROE水平在12%-20%之间。
- 中力股份ROE水平较高一方面源于其净利率水平较高，另一方面也源于2019-2021年间其杠杆倍数（权益乘数）较高。

图表：中力股份ROE水平较安徽合力、杭叉集团更高



图表：中力股份ROE较高部分源于其较高杠杆倍数（权益乘数）



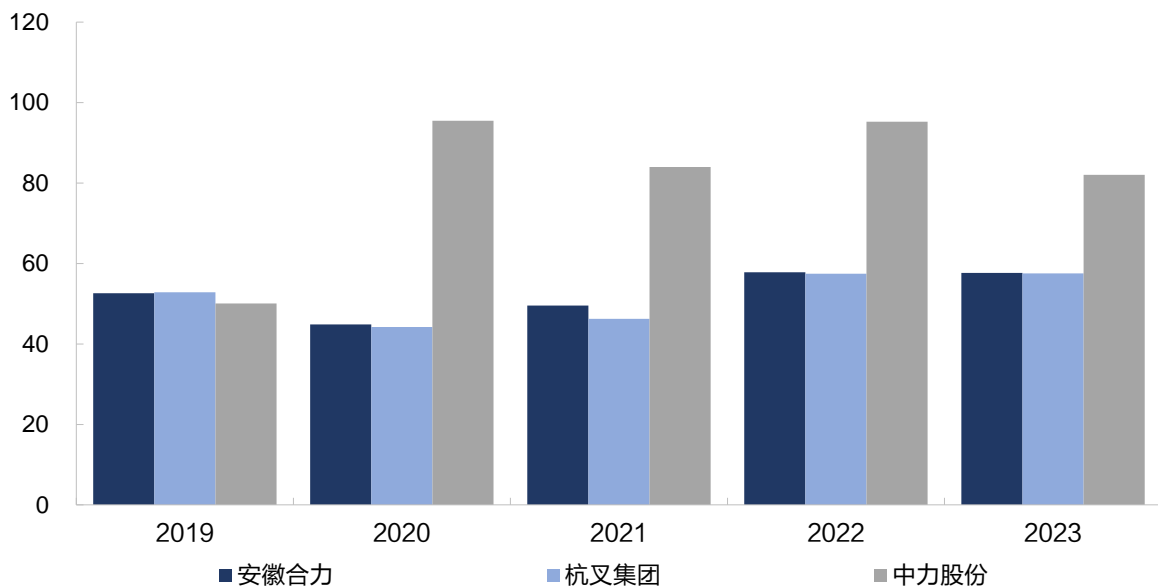
资料来源：Wind，国海证券研究所



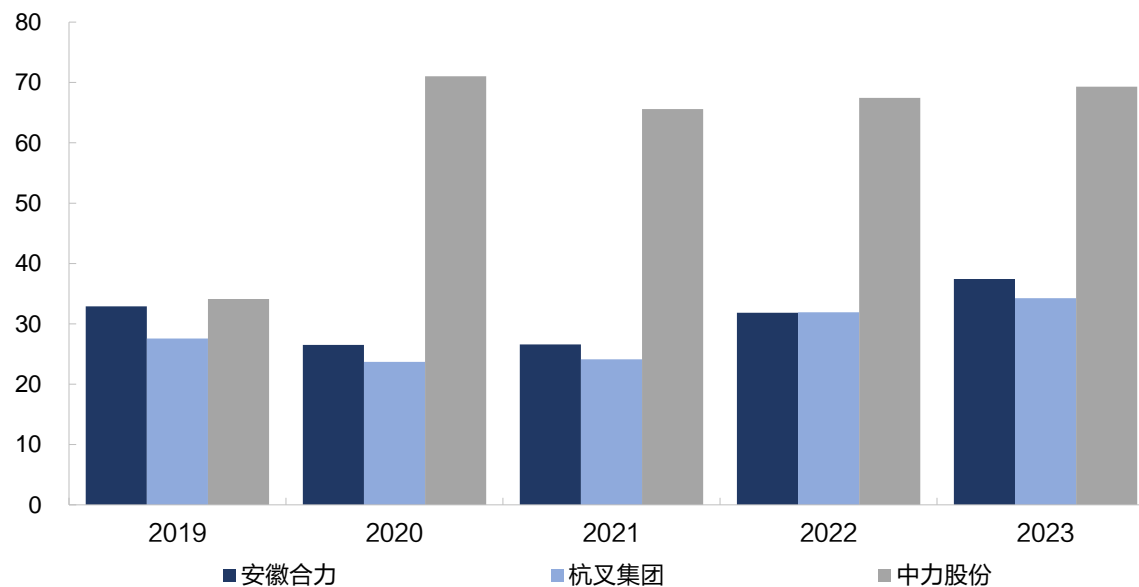
## 1.6 中力股份存货、应收账款周转天数较长

- 从应收款、存货周转的角度来看，2020-2023年中力股份存款周转天数、应收账款周转天数均明显长于安徽合力、杭叉集团，货期、账期较长从侧面体现其回款能力较安徽合力、杭叉集团偏弱。

图表：中力股份存货周转天数2020年-2023年较安徽合力、杭叉集团更长



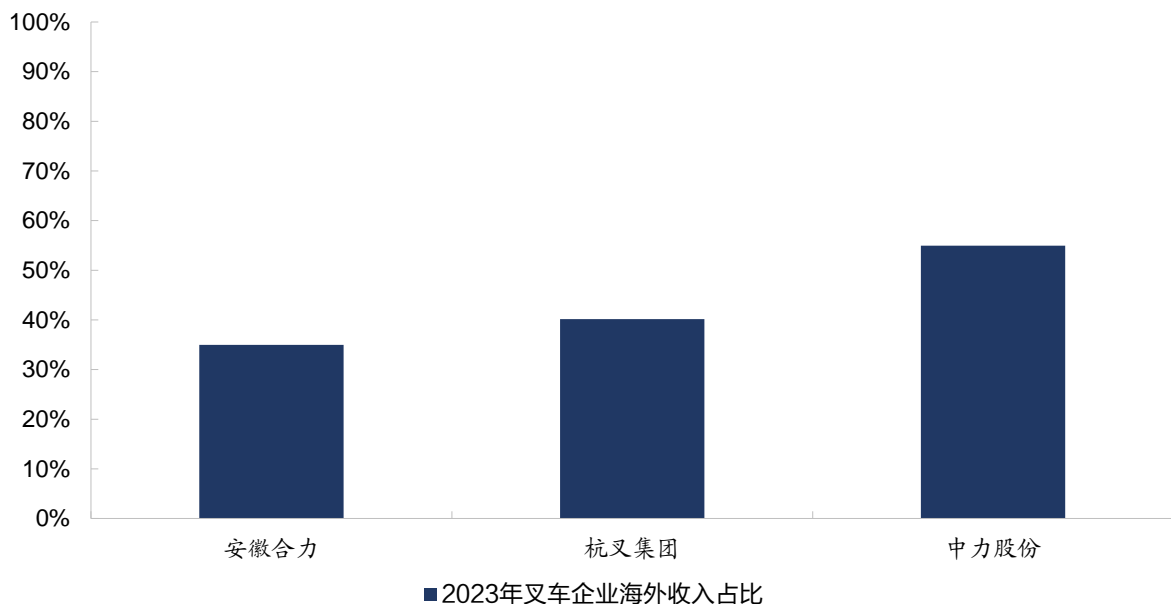
图表：2020-2023年中力股份应收账款周转天数较安徽合力、杭叉集团更长



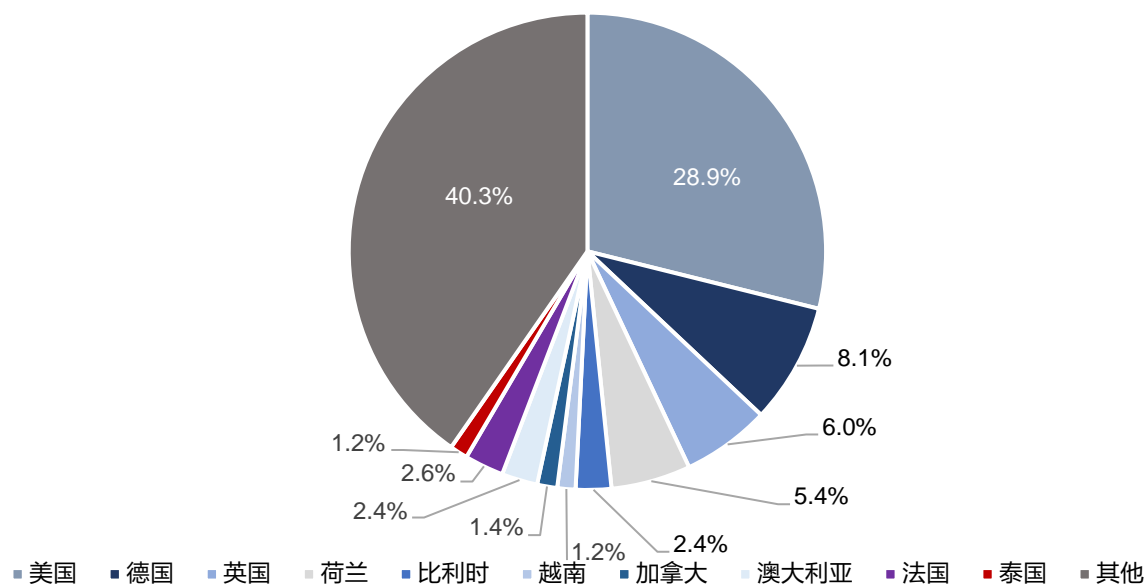
# 1.7 中力股份海外收入占比较高，欧美敞口较大

- 从2023年收入结构来看，中力股份海外收入占比54.9%，对比之下，杭叉集团、安徽合力海外收入占比分别为40.2%、35.0%，中力股份海外收入占比较高。
- 从2023年中力股份海外收入结构来看，美国占比28.9%，德国、英国、荷兰、比利时占比分别为8.1%、6.0%、5.4%、2.4%，中力股份海外收入中欧美敞口较大。

图表：2023年中力股份收入中海外收入占比高于安徽合力、杭叉集团



图表：2023年中力股份外销收入中美国占比28.9%



资料来源：Wind，国海证券研究所

- 风险提示：国内制造业复苏不及预期，国际贸易政策波动，原材料价格波动，产品迭代不及预期，海运费波动，研究方法存在局限性。

## 机械小组介绍

姚健，复旦大学财务学硕士，7年证券从业经验，现任国海证券机械研究团队首席分析师，主要覆盖锂电设备、光伏设备、激光、检测检验、工业机器人、自动化、工程机械等若干领域，专注成长股挖掘。

杜先康，中国人民大学金融硕士，现任国海证券机械行业分析师，主要覆盖光伏设备、半导体设备等领域。

李亦桐，美国宾夕法尼亚大学硕士，哈尔滨工业大学学士，现任国海证券机械行业分析师，主要覆盖通用自动化、刀具、工控、机器人、出口等领域。梅朔，对外经济贸易大学硕士，现任国海证券机械行业研究助理，主要覆盖工程机械、仪器仪表、X光产业链、第三方检测等领域。

## 分析师承诺

姚健，李亦桐，本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 机械研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597