

杭叉集团 (603298.SH)

买入(首次评级)

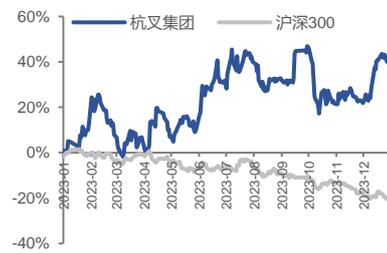
当前价格: 25.03 元
 目标价格: 31.45 元

国产叉车龙头企业，锂电化与国际化驱动成长

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



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。

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：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。

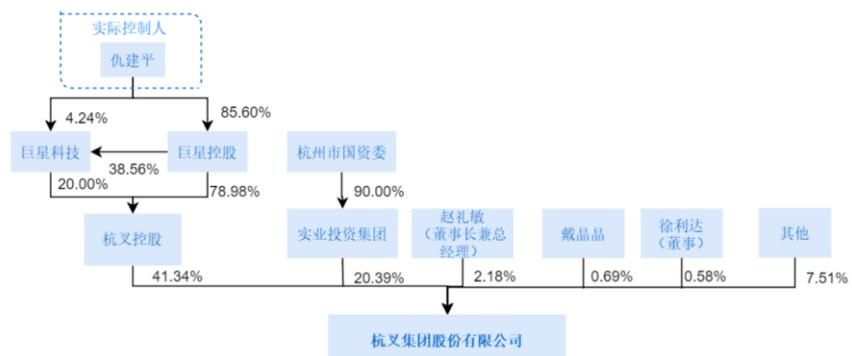
图 1：公司主要产品为各类叉车、其他工业车辆及关键零部件



数据：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 2：公司股权结构图



数据 : 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%



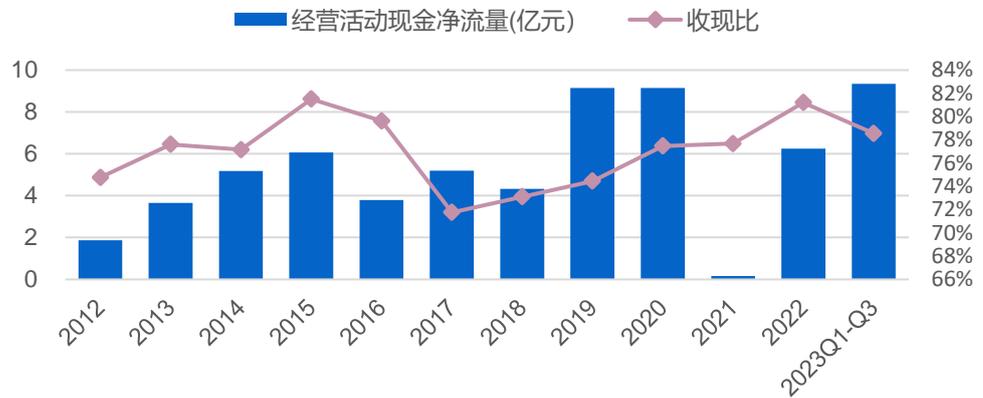
数据 : wind, 华福证券研究所

图表 4：2012-2022 年公司归母净利润 CAGR 16%



数据 : wind, 华福证券研究所

图表 5：公司经营现金流较为充裕

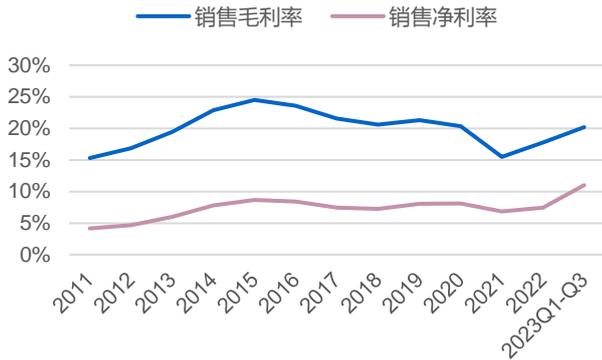


数据 : wind, 华福证券研究所

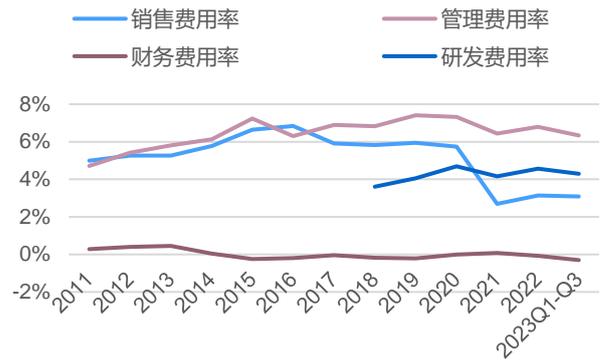
公司毛利率与净利率提升，各项费用率保持平稳。2022 年以来，受产品结构优化、海外营收占比提升、原材料价格下行和人民币走弱等因素影响，公司毛利率与净利率呈上升趋势。

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 : wind, 华福证券研究所



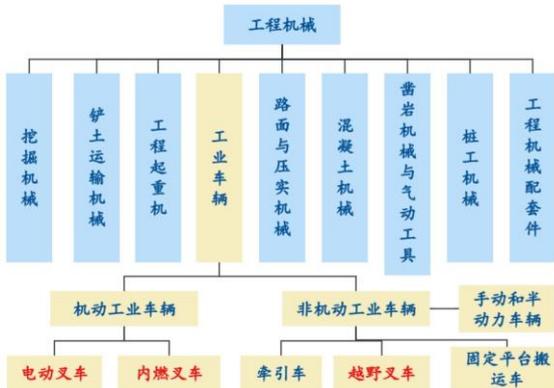
数据 : wind, 华福证券研究所

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

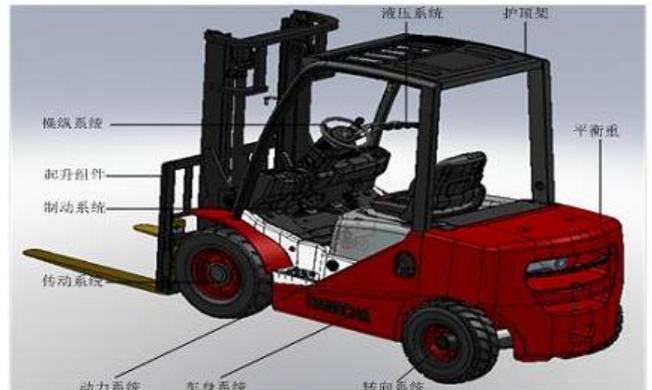
叉车为工业车辆细分品类之一。叉车是指对成件托盘类货物进行装卸、堆垛和短距离运输、重物搬运作业的各种轮式搬运车辆。叉车由动力系统、传动系统、转向系统、液压系统、车身系统、操纵系统、电气系统、制动系统和起升组件等几个主要部分组成。

图表 8：叉车属于工程机械中的工业车辆子版块



数据 : 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

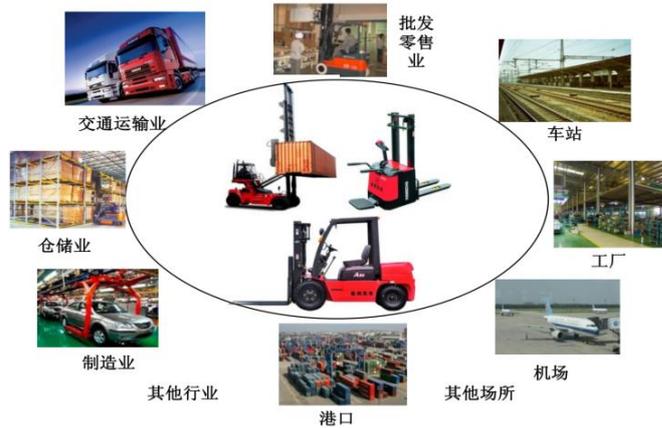


数据 : 杭叉集团招股书, 华福证券研究所

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

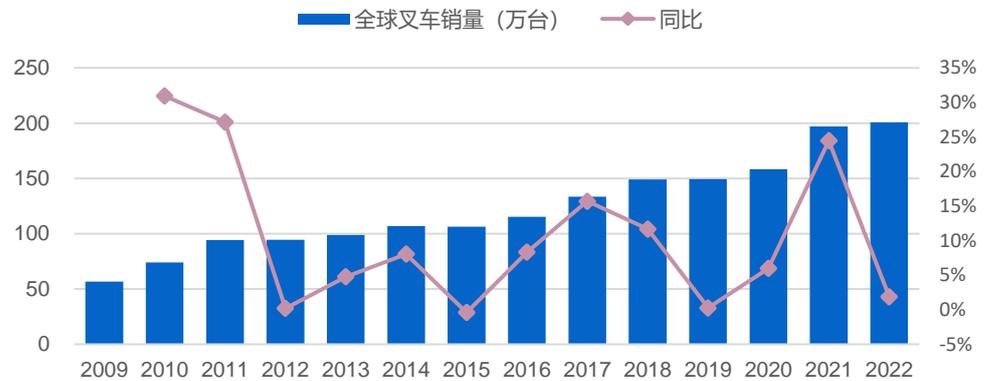


数据：杭叉集团招股书，华福证券研究所

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%。

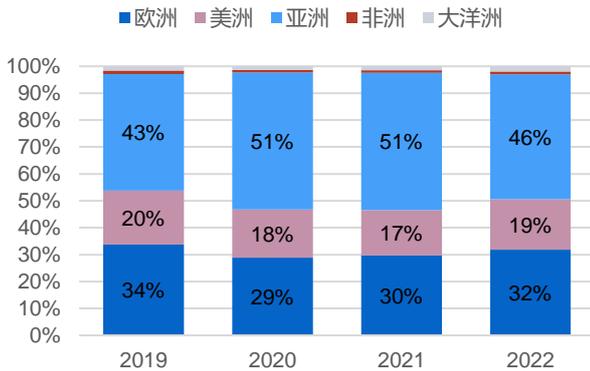
图表 11：2009-2022 年全球叉车销量及同比增速



数据：WITS，华福证券研究所

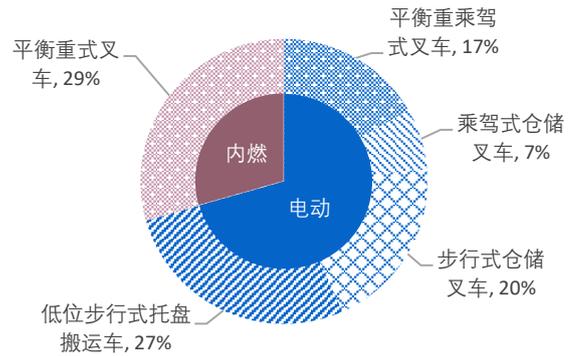
亚洲和欧美为叉车主要市场，按动力类型划分电动叉车为主要出货品类。从区域来看，亚洲、欧洲和美洲为主要市场，2022 年叉车出货量占比分别为 46%、32% 和 19%，合计占据全球 97% 的份额。从品类来看，电动叉车为主要出货品类，2022 年电动叉车全球出货量占比 71%，主要为步行式叉车，多用于仓储领域；内燃叉车全球出货量占比 29%，主要为平衡重式叉车。

图表 12: 2019-2022 年全球叉车出货量占比 (按区域)



数据 : 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 : 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

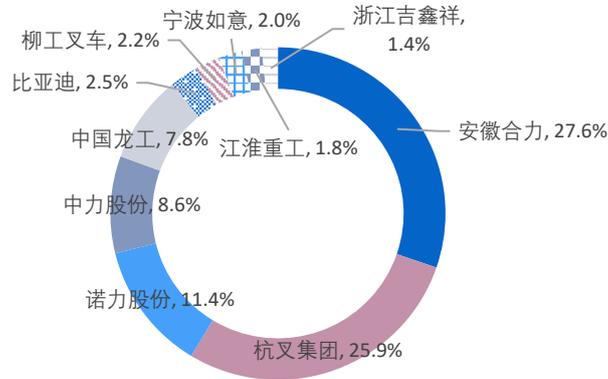
排名	公司名称	成立年份	总部所在国	2022 全球销量/万台	2022 全球销售收入/亿美元
1	丰田自动织机公司 (TICO)	1926	日本	31.66	168.58
2	凯傲集团 (Kion Group AG)	1904	德国	-	78.20
3	永恒力集团 (Jungheinrich AG)	1953	德国	12.88	50.80
4	科朗设备公司 (Crown Equipment)	1946	美国	-	46.90
5	三菱物捷仕有限公司 (Mitsubishi Logisnext)	1937	日本	-	46.30
6	海斯特-耶鲁物料搬运设备公司 (Hyster-Yale)	1929	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 : 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

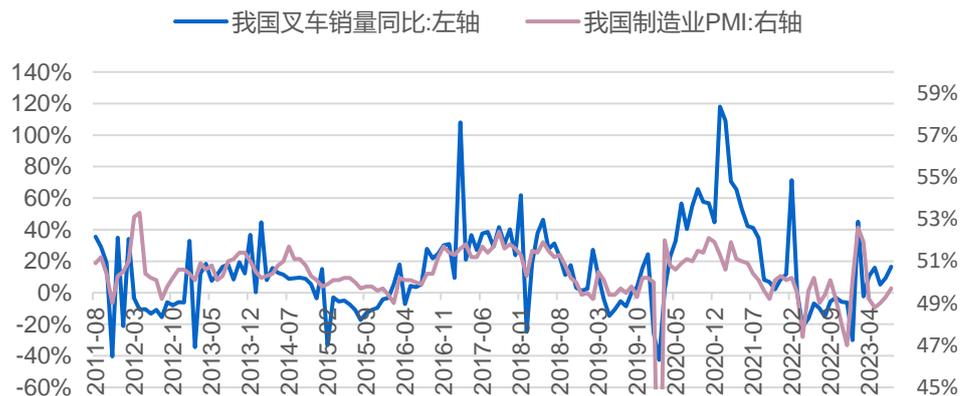


数据：EVTank, CCMA, 伊维智库整理, 华福证券研究所

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

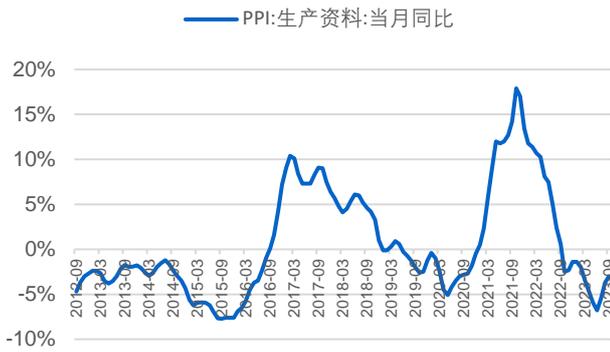


数据：wind, 华福证券研究所

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

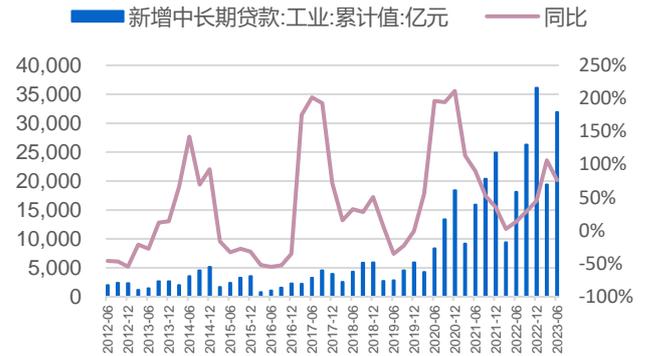
开支计划相关，该指标增速上行趋势明确。2023 年一季度我国工业企业新增中长期贷款 1.94 万亿，同比增长 106.19%；2023 年上半年我国工业企业新增中长期贷款 3.19 万亿，同比增长 76.24%。3) 工业企业利润总额降幅收窄，工业企业库存增速已处于历史低位，有望转入主动补库阶段。

图表 17: 工业原材料价格下行



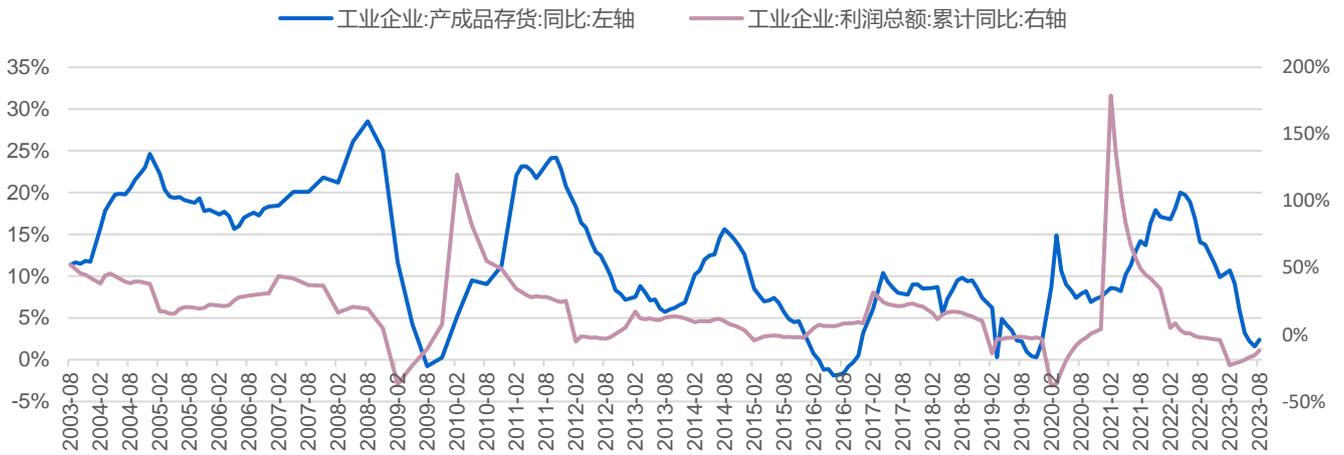
数据 : wind, 华福证券研究所

图表 18: 工业企业中长期贷款增速回暖



数据 : wind, 华福证券研究所

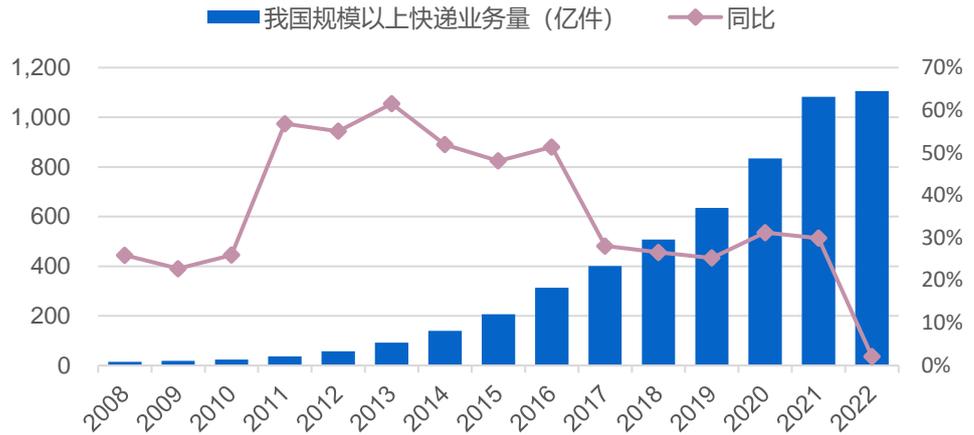
图表 19: 工业企业库存增速于处于历史低位



数据 : 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



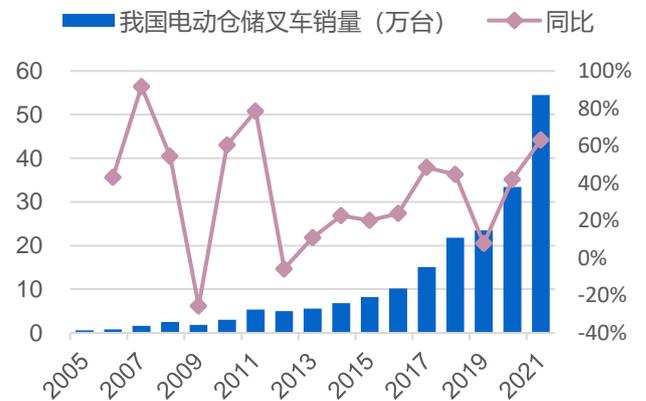
数据 : wind, 华福证券研究所

图表 21: 我国各类型叉车销量占比



数据 : wind, 华福证券研究所

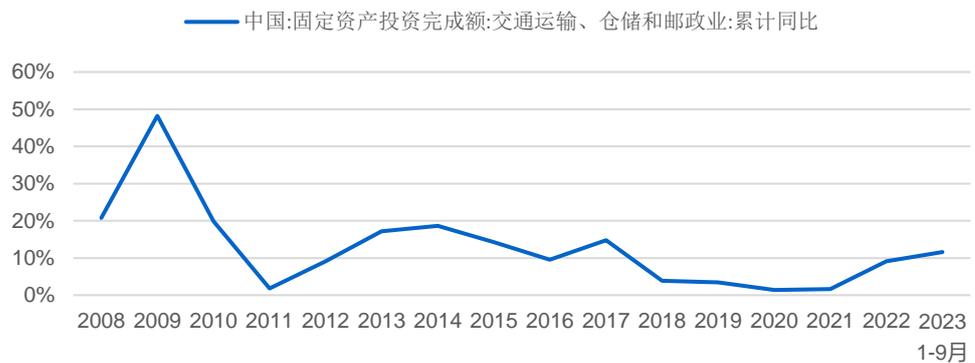
图表 22: 我国电动仓储叉车销量及同比增速



数据 : wind, 华福证券研究所

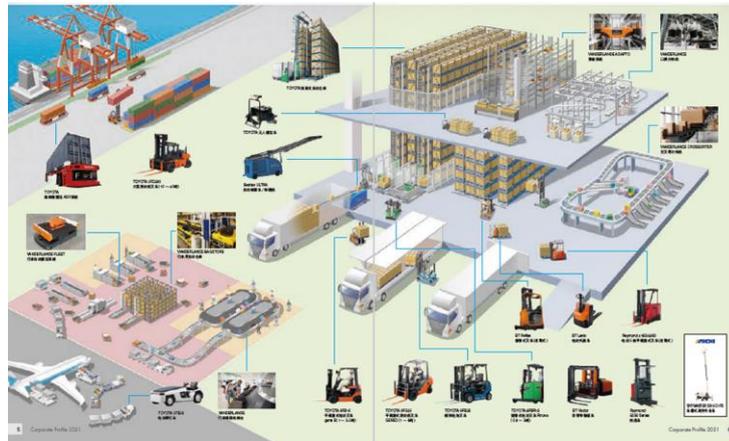
我国仓储物流设施建设投资增速回升，高效物流设施建设将进一步带动电动叉车需求。2022 年我国交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额同比增速回升至 9%，2023 年 1~9 月同比增速继续上升至 11.6%，仓储物流行业发展促进电动仓储叉车需求量进一步扩大。

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 : 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



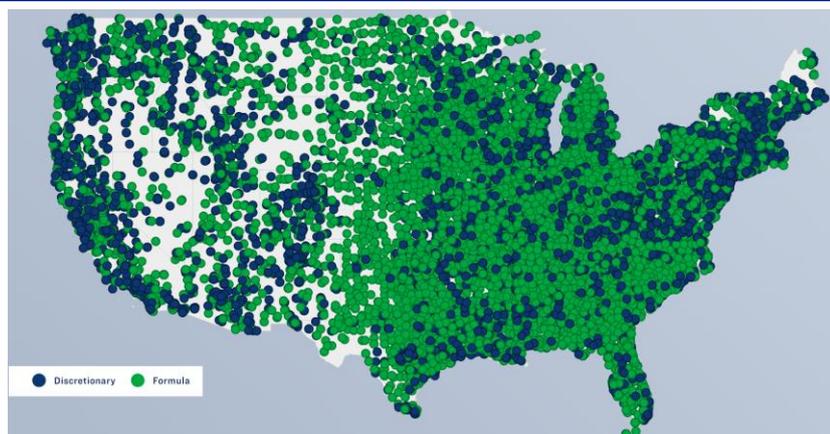
数据：丰田叉车官网，华福证券研究所

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：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

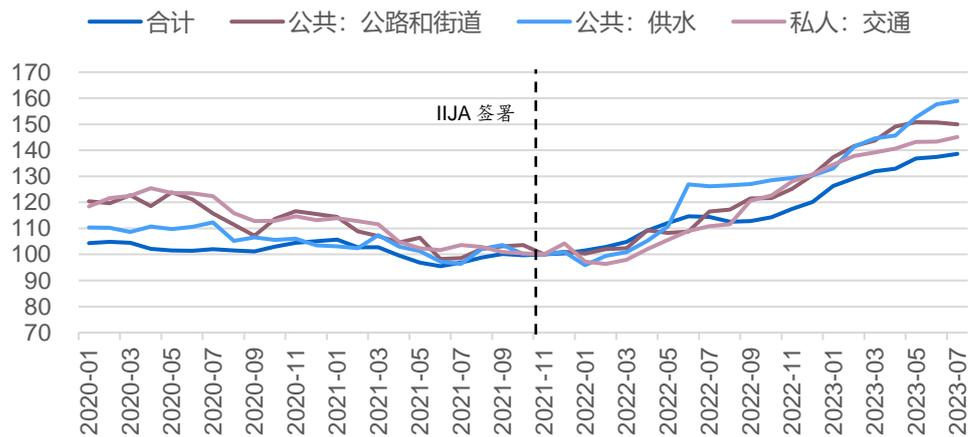
人建筑支出增加 45%。

图表 26：美国实际非住宅建设支出（单位：十亿美元）



数据：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：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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/107132125005006032>