

## 叉车行业跟踪

### 电动化+出口共振，制造业动能修复景气回升

#### 核心观点：

- **全球积压订单逐步释放，制造业周期回暖国内销量向好。**2021H2 全球受供应链影响叉车订单与交货量之差达到历史新高，22 年全球需求疲软，23 年亚洲市场有望率先复苏，同时，供应链改善积压订单将有序释放。国内市场看，制造业正处在主动去库存后半段，行业有望在 23 年触底回升，叉车产品下游应用广，具备通用设备属性，销量与制造业周期相吻合，预计于 23Q2 借低基数恢复同比正增长。
- **电动化、锂电化并行，产品结构持续优化盈利释放。**电动产品相比燃油产品具有更优的经济、生态效益，本土电动化快速渗透且已超过 60%，其中锂电产品成长更为迅速，渗透率由 2017 年的 2% 提升至 2022 年的 41%。结构上，价格便宜的电动步行式叉车增长放缓，锂价、钢价等原材料压力缓解，行业将呈现利润增速>收入增速>销量增速现象，叉车企业盈利能力上行。
- **电动+出口共振，渠道建设进入业绩兑现期。**2020-2022 年叉车出口占比由 22.7% 上升至 34.3%，出口产品以电动产品为主。短期看，海外供不应求背景下的本土企业交期、价格优势凸显带动出口比例增加，长期逻辑则为国内企业的锂电资源优势。杭叉、合力等国内头部企业全球渠道完善，乘出口之风而高增。
- **叉车销量波动高于 GDP，存量替换具备“乘数效应”。**存量需求具有弹性，逆周期蓄能，顺周期爆发，这种现象表现为叉车销量波动相比 GDP 更大，中国市场与叉车存量替换较为成熟的日本市场均表现出消费品韧性，因此，我们认为 23 年叉车修复势能较整体经济更强。
- **杭叉、合力不分伯仲，双双募资助力研发扩产。**安徽合力、杭叉集团为国内叉车双龙头，合计占有国内近 50% 市场，2021 年全球排名分别位列第七、八。相比而言，合力有更高的市占率和营收规模，杭叉的业绩增速和盈利能力略强。2021、2022 年二者分别发行可转债募资助推研发扩产，均大力布局新能源产品。
- **投资建议：**23Q1 虽然国内需求偏弱，但基本已经反应到前期股价中。杭叉集团、安徽合力作为国内双龙头在产品性能走在行业前列、电动化和锂电化进程加速、出口占比持续提升。综上所述，推荐杭叉集团、安徽合力。
- **风险提示：**行业竞争加剧；原材料成本上行；汇率变化风险。

#### 行业评级

买入

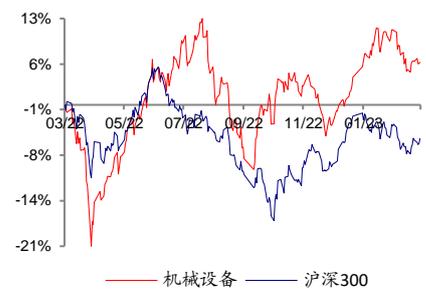
前次评级

买入

报告日期

2023-04-03

#### 相对市场表现



分析师：

孙柏阳



SAC 执证号：S0260520080002



021-38003680



sunboyang@gf.com.cn

分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

请注意，孙柏阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

- 机械央企专题研究：从做大做强，到做强，央企的高质量发展之路 2023-03-30
- AI+制造系列报告之一：从单机到产线，AI 让制造更简单 2023-03-27
- 机械设备行业：AI 产业趋势已至，关注智能制造新主线 2023-03-27

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
杭叉集团	603298.SH	CNY	19.39	2022/04/08	买入	18.33	1.22	1.42	15.89	13.65	15.10	12.85	16.9	17.6
安徽合力	600761.SH	CNY	18.15	2021/05/05	买入	17.32	1.36	1.52	13.62	12.15	7.71	6.33	15.5	15.8

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算，安徽合力已经披露年报

## 目录索引

一、全球积压订单释放，国内制造业周期回暖.....	6
（一）叉车按照动力源可分为电动、内燃两大类.....	6
（二）全球：积压订单逐渐释放，亚洲订单有望反弹增长.....	6
（三）国内：与制造业周期吻合，预计 23 年销量企稳回升.....	7
二、电动化+出口共振，存量替换具备“乘数效应”.....	10
（一）电动化：内燃产品电动化优势明显，电动产品锂电化大势所趋.....	10
（二）产品出海：短期逻辑为货期、价格优势，长期为锂电资源优势.....	12
（三）存量替换：体现出韧性消费品属性，在经济上行周期集中释放.....	15
三、国内双龙头格局，全球竞争仍有较大提升空间.....	16
（一）本土市场集中度高，全球竞争中提升空间仍较大.....	16
（二）合力、杭叉不分伯仲，双双募资助力研发扩产.....	17
四、投资建议与风险提示.....	19

## 图表索引

图 1: 叉车产品分为电动、内燃两大类, 进一步分为五个子类 .....	6
图 2: 全球叉车销量及预测 (万辆) .....	7
图 3: 全球叉车年订单量与出货量对比 (万辆) .....	7
图 4: 中国叉车销量 (万辆) .....	8
图 5: 中国叉车结构性销量 (万辆) .....	8
图 6: 2020 年叉车下游应用占比 .....	8
图 7: 2022-2023 年中国叉车月度销量 (万辆) .....	8
图 8: 中国叉车销量与制造业周期一致 .....	9
图 9: 平衡式锂电、内燃叉车成本比较 .....	10
图 10: 国内电动、内燃叉车销量 (万辆) .....	10
图 11: 平衡式锂电、内燃叉车性能比较 (3.5t) .....	10
图 12: 2304 碳酸锂期货价格 (元/kg) .....	11
图 13: 国内锂电叉车销量 (万辆) .....	11
图 14: 电动、锂电叉车渗透率 .....	11
图 15: 全球主要地区叉车电动化率 .....	12
图 16: 内销、出口产品电动化占比 .....	12
图 17: 国内锂电叉车销量 (万辆) .....	12
图 18: 内销、出口产品电动化占比 .....	12
图 19: 全球叉车出货结构预测 .....	13
图 20: 2022 年中国、欧洲、美国叉车交期 (月) .....	13
图 21: 2022 年中国、欧洲、美国叉车价格涨幅 .....	13
图 22: 杭叉集团全球销售网络 .....	14
图 23: 安徽合力全球销售网络 .....	14
图 24: 杭叉、合力境外收入及同比增长 (亿元) .....	14
图 25: 境内、境外毛利率对比 .....	14
图 26: 叉车存量替换时间约为 15 年, 景气上行阶段提前 (万台) .....	15
图 27: 中国叉车销量波动相比 GDP (右轴) 更大 (%) .....	15
图 28: 日本叉车销量波动相比 GDP 更大 (%) .....	15
图 29: 2021 年全球叉车公司排名 .....	16
图 30: 杭叉、合力市占率变化 .....	16
图 31: 中国叉车行业竞争格局 .....	16
图 32: 合力、杭叉营业收入 (亿元) .....	17
图 33: 合力、杭叉归母净利润 (亿元) .....	17
图 34: 合力、杭叉综合毛利率、净利率 .....	17
图 35: 合力、杭叉 ROE (摊薄) .....	17

表 1: 全球叉车分地区同比增长.....	7
表 2: 2021 年杭叉集团可转债募投项目 .....	18
表 3: 2022 年安徽合力可转债募投项目 .....	18

## 一、全球积压订单释放，国内制造业周期回暖

### (一) 叉车按照动力源可分为电动、内燃两大类

叉车是指对成件托盘货物进行装卸、堆垛和短距离运输作业的各种轮式搬运车辆。按照常见的动力源划分叉车可分为内燃叉车和电动叉车。

按照世界工业车辆统计协会分类，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)。

图 1：叉车产品分为电动、内燃两大类，进一步分为五个子类



数据来源：力鼎产业研究院，安徽合力年报，安徽合力官网，广发证券发展研究中心

### (二) 全球：积压订单逐渐释放，亚洲订单有望反弹增长

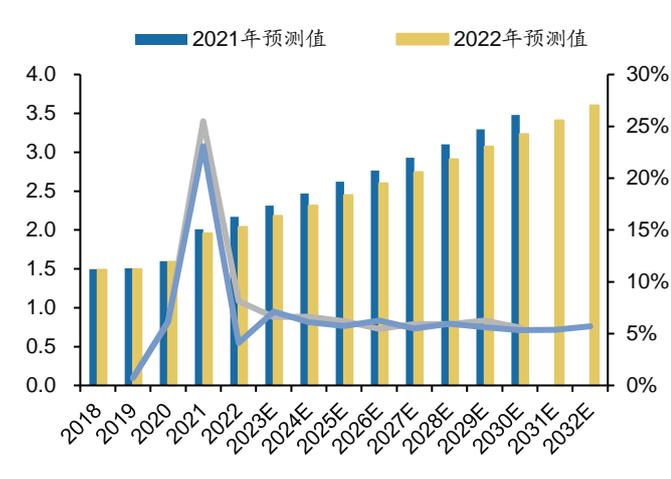
受全球供应链和经济衰退影响，2022 年叉车销量不及预期。短期看，2022 年全球叉车出货量突破 200 万辆，同比+4.1%，低于原有预期 4pct，增长率相较于 2021 年 -19.3pct。长期看，自动化升级将持续驱动行业成长，根据 Interact Analysis 预测，2022-2032 年全球叉车 CAGR 为 4%-5%，预计 2029 年全球叉车出货量将突破 300 万辆。

2021 年积压订单有望在 2023 年 H2 加速确认收入，实现销量对于订单的反超。2021 年受全球供应链影响，叉车订单-出货差拉大至 37.1 万辆；2022 年，全球叉车订单同比+10%，出货量逐渐实现反超，预计 2023H2 叉车出货量将高于订单量，随后逐渐恢复到正常状态。

分地区看，2022 年全球叉车订单均出现同比下滑，预计 2023 年亚洲地区将率先复苏。全球各地区叉车订单经过 2021 年的高速增长之后，2022 年均出现明显收紧，展望 2023 年：亚洲地区疫情恢复以及制造业供应链修复将带动叉车需求逐渐恢复到正常水平，中国电动步行仓储叉车（III 类）增长中枢下行带动整体增速回归个位数；美国高通胀和高利率影响投资者信心；欧洲政治、经济不确定性以及能源成本

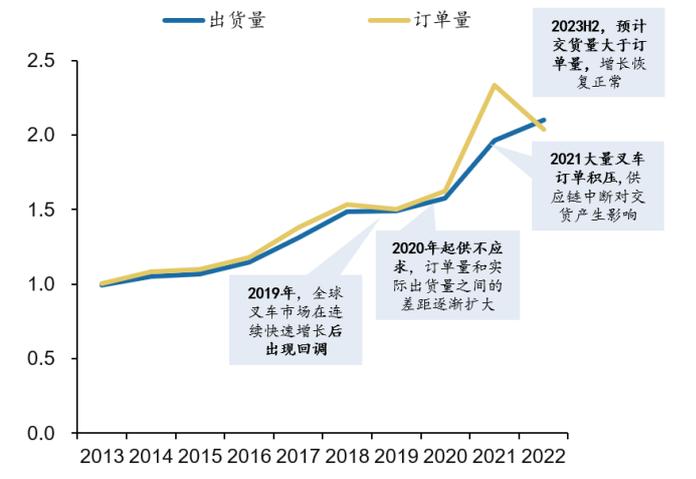
高企将持续为企业端施压，在所有地区增速预期中位列底位。

图 2: 全球叉车销量及预测 (万辆)



数据来源: Interact Analysis, 广发证券发展研究中心

图 3: 全球叉车年订单量与出货量对比 (万辆)



数据来源: Interact Analysis, 广发证券发展研究中心

表 1: 全球叉车分地区同比增长

	2020	2021	2022	2023E
North America	11.8%	60.5%	-7.0%	-10.5%
South America	-59.6%	62.8%	-20.3%	-2.3%
Oceania	-1.0%	70.6%	-6.7%	2.2%
China	36.4%	32.7%	-9.0%	5.5%
India	-27.7%	84.4%	-8.2%	3.7%
Japan	-0.3%	6.5%	-4.0%	1.2%
South Korea	2.1%	31.6%	-8.1%	2.4%
Rest of Asia	-13.0%	4.5%	-8.2%	3.2%
France	-6.6%	54.0%	-14.3%	-19.3%
Germany	-3.6%	51.0%	-15.6%	-21.2%
Italy	-4.7%	58.6%	-12.4%	-22.0%
UK	-19.1%	52.1%	-11.4%	-18.9%
Sweden	-11.4%	57.5%	-12.4%	-19.4%
Rest of Europe	-3.3%	56.8%	-13.5%	-21.0%
Middle East & A	-3.3%	44.5%	-9.4%	-5.0%
Global	8.7%	42.9%	-10.0%	-6.1%

数据来源: Interact Analysis, 广发证券发展研究中心

### (三) 国内: 与制造业周期吻合, 预计 23 年销量企稳回升

中国是全球第一大叉车销售大国, 2021 年销量超百万。2013-2022 年, 国内叉车销量由 32.9 万辆增至 104.8 万辆, 十年 CAGR 为 13.8%; 短期看, 2018-2022 年电子商务、仓储物流等产业驱动叉车行业增速加快, 五年 CAGR 为 16.1%;

分产品看, 电动步行式叉车销量快速提升并超过内燃叉车位列第一位。电动步行叉

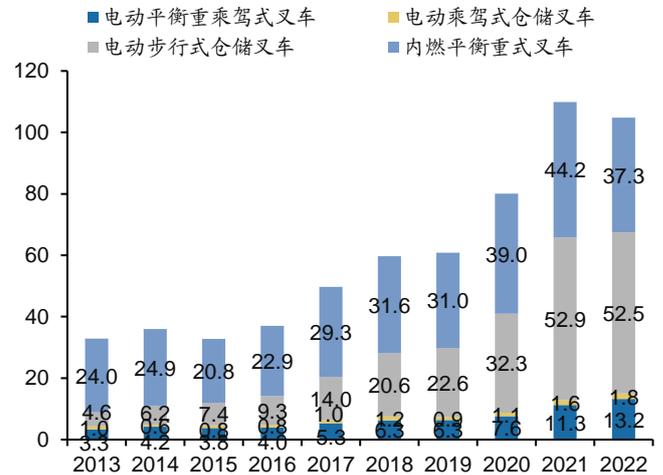
车凭借高便捷性和低价格快速成长；平衡式叉车中，低吨位电动产品凭借较优的运营成本 and 生态效益高速渗透，而高吨位电动产品电池成本高、充电时间长，内燃产品占据相对优势。2018-2022 年，电动平衡、电动乘驾、电动步行、内燃平衡产品五年 CAGR 为 20%、11%、30%、5%，2022 年各产品占比 12%、2%、50%、36%。

图 4：中国叉车销量（万辆）



数据来源：Wind，工业车辆协会，广发证券发展研究中心

图 5：中国叉车结构性销量（万辆）

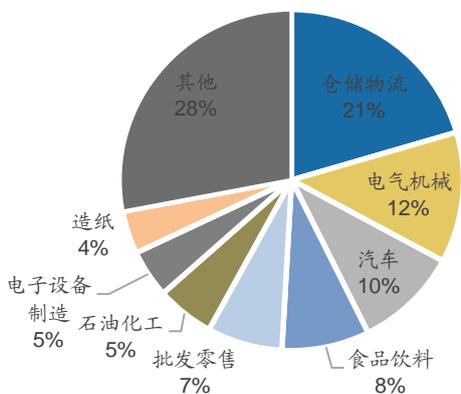


数据来源：Wind，工业车辆协会，广发证券发展研究中心

国内叉车销量变化与制造业周期吻合，PMI 指标释放制造业投资利好信号。叉车下游主要应用于仓储物流、电气机械、汽车等各领域，下游应用较为分散，产品销量和国家投资、宏观情况有关。复盘 2008 年至今，叉车销量与工业企业产成品库存、工业企业利润总额相吻合。本轮制造业周期开始于 2020 年 3 月，当前制造业利润处于历史低位，库存已经连续下降，企业正处于主动去库存阶段；2023 年 1 月 PMI 指标录得 56.7，大幅高于荣枯线，释放制造业投资利好信号。

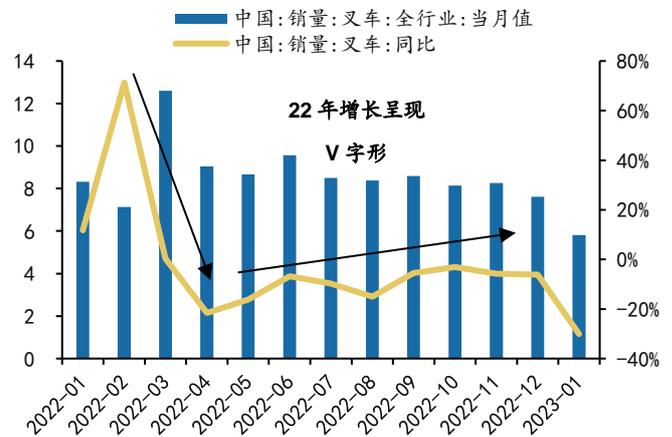
22 年叉车销量呈现 V 字形，23Q2 有望借低基数恢复同比增长。22Q2 受疫情影响销量出现下滑，疫情限制缓解后出现边际好转；预计 23 年叉车行业将随制造业动能修复恢复增长，Q2 销量有望借低基数恢复同比正增长。

图 6：2020 年叉车下游应用占比



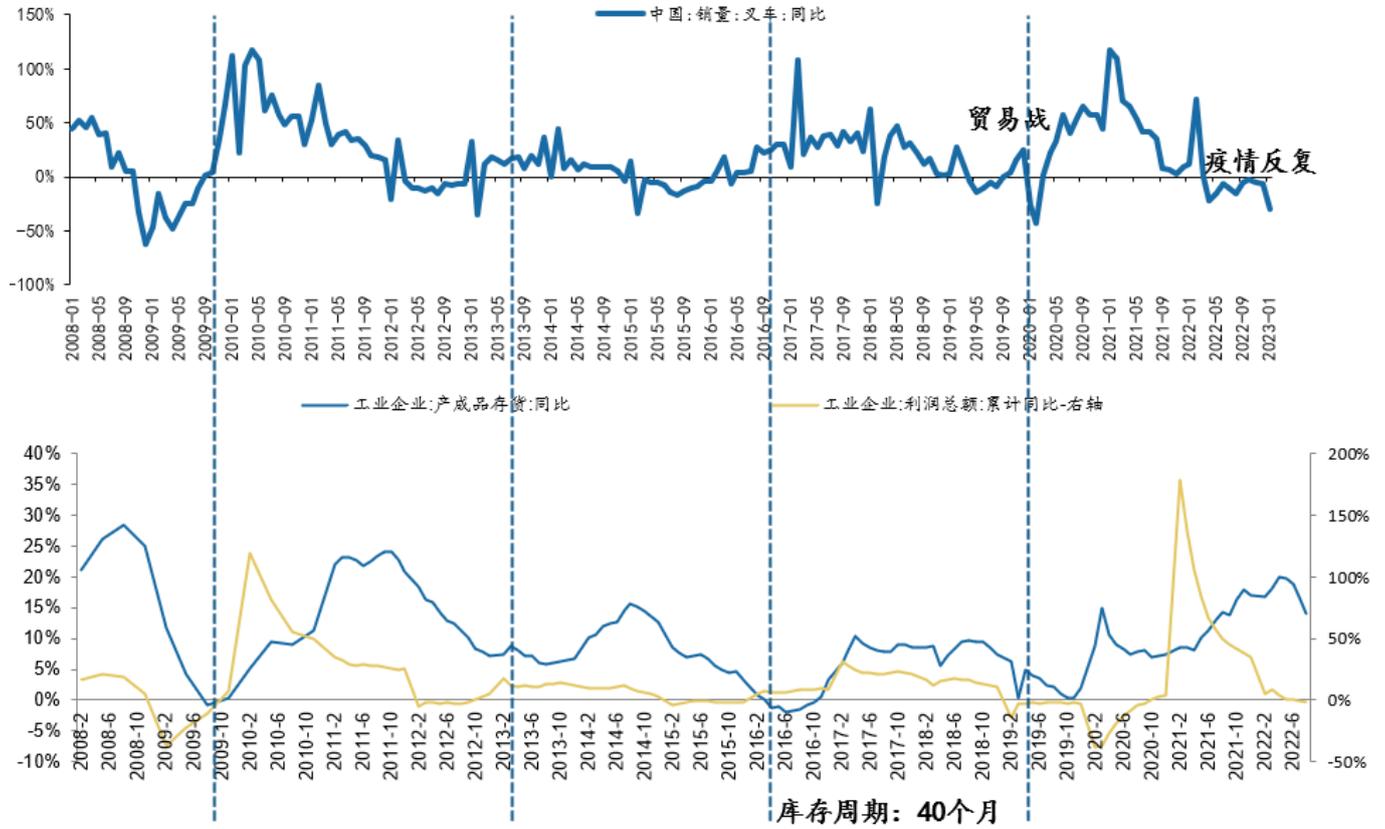
数据来源：Wind，工业车辆协会，广发证券发展研究中心

图 7：2022-2023 年中国叉车月度销量（万辆）



数据来源：Wind，工业车辆协会，广发证券发展研究中心

图 8：中国叉车销量与制造业周期一致



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 二、电动化+出口共振，存量替换具备“乘数效应”

### (一) 电动化：内燃产品电动化优势明显，电动产品锂电化大势所趋

#### 1. 电动化优势明显，渗透率持续提升

电动相比于燃油叉车有经济性、环保性优势。根据安美科技和大和兴叉车数据，经过我们测算，以3吨锂电、内燃叉车为例，每年工作250天，每日工作8h测算，电车每年节约运维成本5.4万元，1-2年可收回采购增加成本。同时，电动车相比于燃油车有更高的起升速度、行驶速度、高位承载力、牵引力，且更环保。

电动车销量增速快于内燃车，且已实现销量反超。2018-2022年，电动、燃油叉车五年CAGR分别为27.1%、5.0%，2020年国内电动车销量首次反超内燃车，且差距持续拉大，2022年电动、内燃车销量分别为67.5、37.3万辆，占比为64.4%、35.6%。

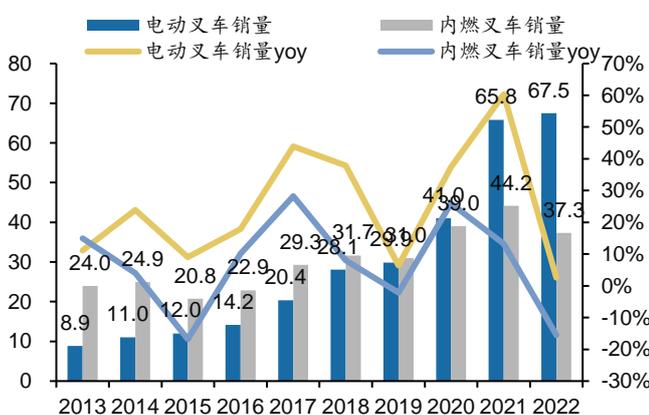
图 9：平衡式锂电、内燃叉车成本比较

某3吨内燃叉车	某3吨锂电叉车
出厂价格：6万元/辆	出厂价格：11.9万元/辆
小时油耗：36元 (油耗6升/小时 柴油价格6元/升)	小时电耗：10元 (电耗10度/小时 工业用电1元/度)
使用成本：7.2万元/年	使用成本：2.0万元/年
保养周期：500小时	保养周期：1500小时
保养维护费：3000-4000元/年	保养维护费：1000-1500元/年
运维成本：7.5万元/年	运维成本：2.1万元/年

数据来源：安美科技股份，大和兴叉车，广发证券发展研究中心

注：按照每年250个工作日，每日工作8小时测算

图 10：国内电动、内燃叉车销量（万辆）



数据来源：Wind，工业车辆协会，广发证券发展研究中心

图 11：平衡式锂电、内燃叉车性能比较（3.5t）



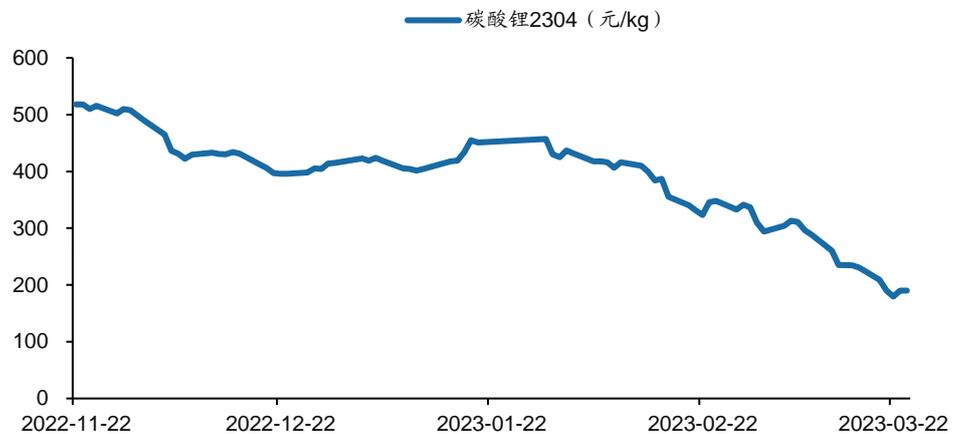
数据来源：安徽合力官网，广发证券发展研究中心

## 2. 锂电叉车高速渗透，锂价回落或加速进程

**电动产品锂电化进程加快。**锂电池相比铅酸电池具有能量密度更高、电池循环寿命更长、维护成本更低等优势，锂电叉车随电池产业化而快速渗透。2017-2022年，电动、锂电叉车渗透率分别由41.0%、1.7%提升至64.4%、41.4%，分别增长23.4、39.6pct。锂电叉车销量由2017年的0.9万辆增长至2022年的43.3万辆，期间五年CAGR为118.6%。

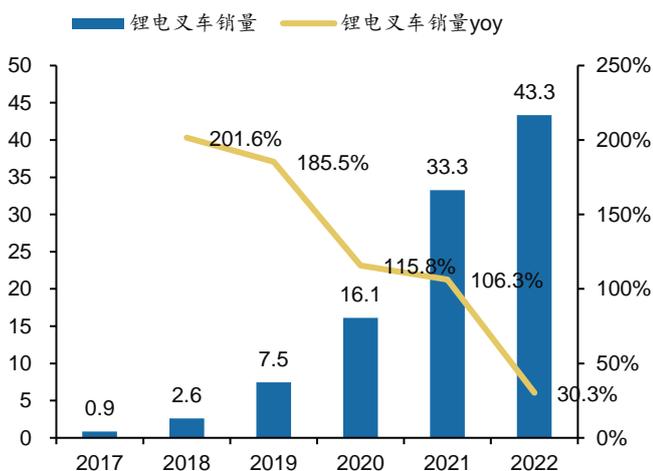
**原材料价格回落将助推叉车锂电化进程。**2022年11月-2023年3月，碳酸锂期货报价已由的500+元/kg下降至190元/kg，电池成本下降利好叉车产业化；另一方面，2022年12月起非道路机械国四标准施行，内燃车环保要求进一步严苛，成本增加。

图 12: 2304 碳酸锂期货价格 (元/kg)



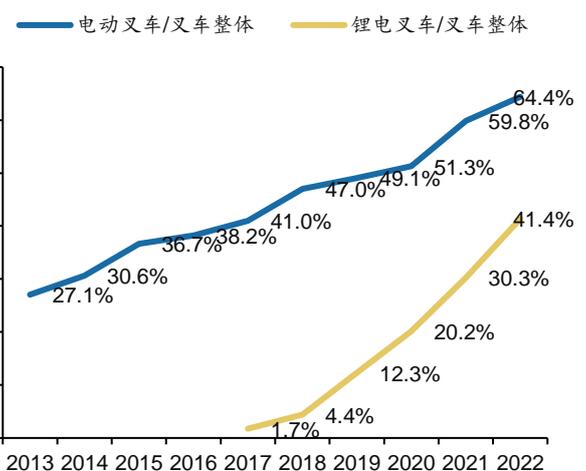
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 国内锂电叉车销量 (万辆)



数据来源: Wind, 工业车辆协会, 广发证券发展研究中心

图 14: 电动、锂电叉车渗透率



数据来源: Wind, 工业车辆协会, 广发证券发展研究中心

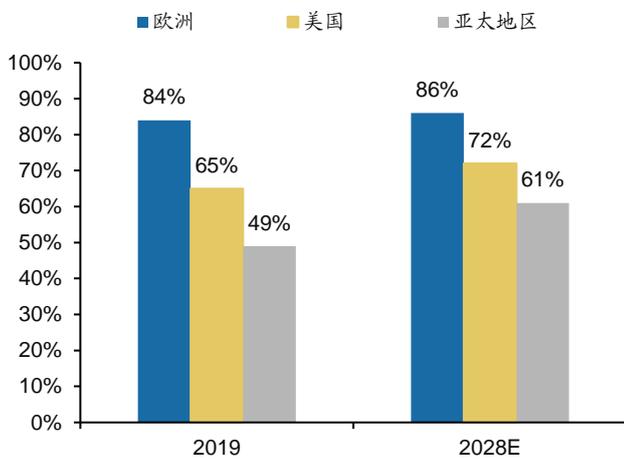
## (二) 产品出海：短期逻辑为货期、价格优势，长期为锂电资源优势

### 1. 出口占比提升，与电动化相辅相成

叉车出海占比提升，出海产品以电动叉车为主。2020-2022 年叉车出口占比由 22.7% 上升至 34.3%，提升 11.6pct。欧美叉车电动化率高于亚洲，因此出口产品电动化占比也更高。2022 年出口、内销的电动化渗透率分别为 73.6%、59.6%；亚洲叉车电动化率虽小于欧洲和美国，但差距在缩小。

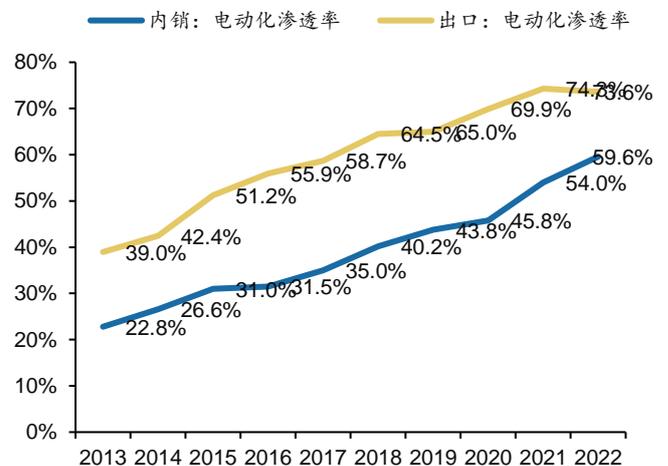
电动化弯道超车提升竞争力，国产叉车出海成为行业第二增长曲线。2018 年及之前，叉车内销、出口增速基本相当；2019 年受国际贸易摩擦影响出口收紧；2020 年之后，疫情对海外供应链持续扰动，而本土锂电行业快速发展，叉车电动化具有资源禀赋优势，且复工复产速度快，叉车出口销量快速增加。

图 15：全球主要地区叉车电动化率



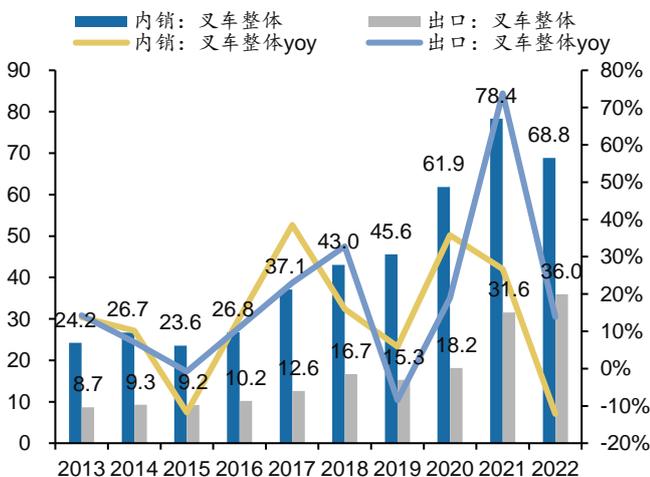
数据来源：Interact Analysis，广发证券发展研究中心

图 16：内销、出口产品电动化占比



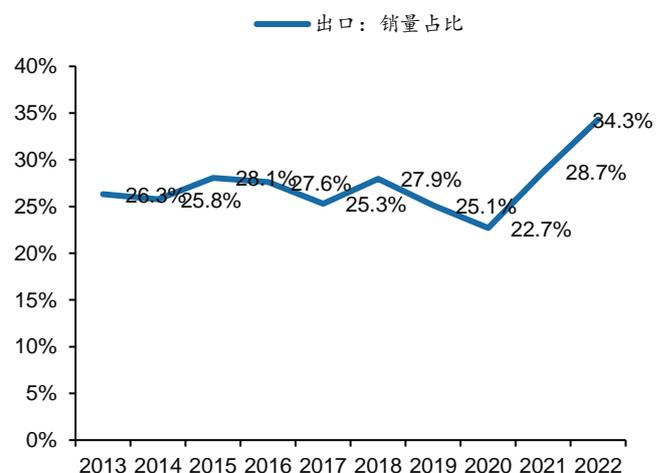
数据来源：Wind，工业车辆协会，广发证券发展研究中心

图 17：国内锂电叉车销量（万辆）



数据来源：Wind，工业车辆协会，广发证券发展研究中心

图 18：内销、出口产品电动化占比



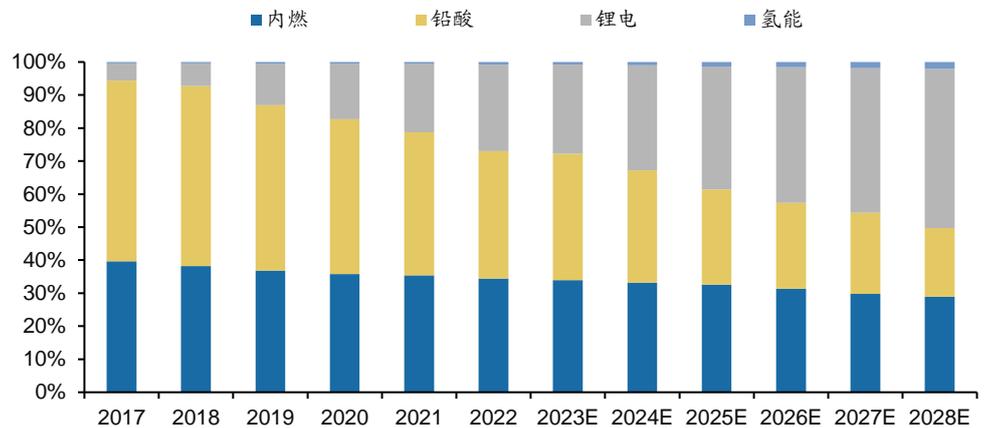
数据来源：Wind，工业车辆协会，广发证券发展研究中心

## 2. 产品出海短期逻辑为货期、价格优势，长期为锂电资源优势

短期看，全球叉车交货期拉长，价格普涨，中国企业抓住结构性机会突破。根据 Interact Analysis 数据，以 2022 年电动平衡叉车交期、价格为例，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（丰田约占北美市场出货量的 1/3），叠加之后美国通货膨胀、国际航运影响叉车交货期延长至 9-24 个月、价格上涨 7%-15%；欧洲货期为 9-18 个月，价格上涨 5%-12%，小于美国；中国受锂电池供应紧缺影响，产品交期略有延长至 3-9 个月，价格上涨 5%-10%，小于欧美，本土企业凭借供应链优势加速出海。

长期看，全球叉车电动化进程将持续推进，本土企业将持续具备供应链优势加速产品出海。根据 Interact Analysis 预测，到 2028 年，电动叉车将占据全球叉车出货量的 70%，其中锂电叉车占比 50%，中国作为全球锂电池生产基地，叉车企业具备资源优势，电动产品出海将持续。

图 19: 全球叉车出货结构预测



数据来源: Interact Analysis, 广发证券发展研究中心

图 20: 2022 年中国、欧洲、美国叉车交期 (月)



数据来源: Interact Analysis, 广发证券发展研究中心

图 21: 2022 年中国、欧洲、美国叉车价格涨幅



数据来源: Interact Analysis, 广发证券发展研究中心

### 3. 本土头部企业渠道建设成熟，乘出海之风快速成长

**头部公司销售网络遍布全球。**杭叉集团目前有国内销售型分子公司、办事处 100 余家，经销商 270 余家，海外经销商有 300 多家，遍布在全球 200 多个国家和地区；安徽合力营销服务体系包括全国 24 家省级营销机构，近 500 家二、三级营销服务网络，欧洲、东南亚、北美、中东等四大海外中心以及 80 多家代理机构。

**头部企业利用渠道优势更易抓住行业机遇，出口产品盈利能力高于内销。**2021 年杭叉集团、安徽合力境外营收为 29.6、29.6 亿元，同比+69.9%、+56.1%。2021 年价格较低的电动步行式叉车占比提升、原材料价格上涨、竞争加剧影响盈利能力，但海外毛利率仍高于国内。

图 22: 杭叉集团全球销售网络



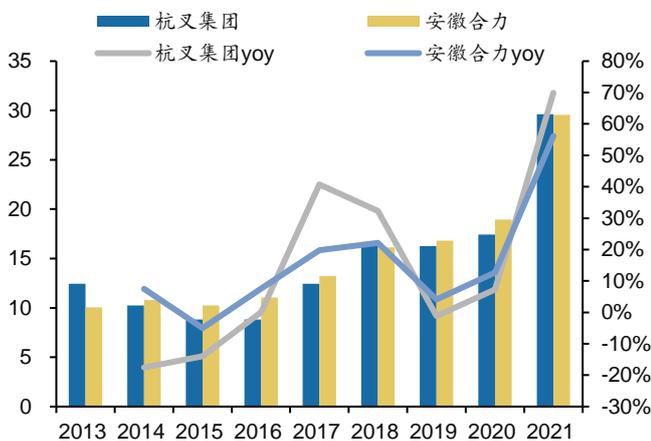
数据来源：杭叉集团年报，广发证券发展研究中心

图 23: 安徽合力全球销售网络



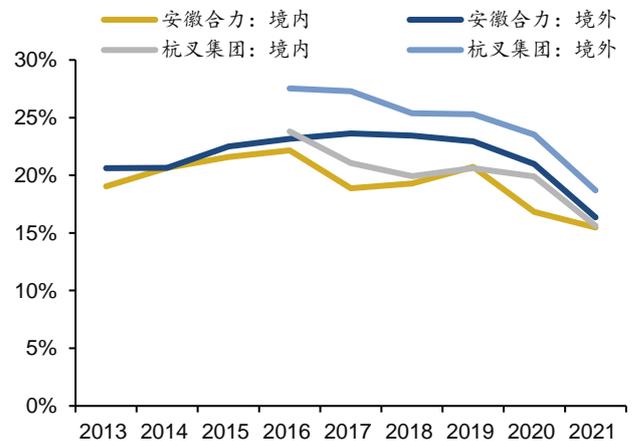
数据来源：安徽合力年报，广发证券发展研究中心

图 24: 杭叉、合力境外收入及同比增长 (亿元)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 25: 境内、境外毛利率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### (三) 存量替换：体现出韧性消费品属性，在经济上行周期集中释放

叉车存量替换需求增加，体现出韧性的消费品属性。叉车使用寿命约为 15 年，且下游行业发展相对成熟，存在着庞大的存量市场进入了替代周期。

存量需求具有弹性，逆周期蓄能，顺周期爆发。在经济较差时替换需求被延迟、修修补补再用 2 年；而在景气上行周期加速替代，展现出较高的需求爆发性，这种现象表现为叉车销量波动相比 GDP 更大，中国市场与叉车存量替换较为成熟的日本市场，均表现出此现象。

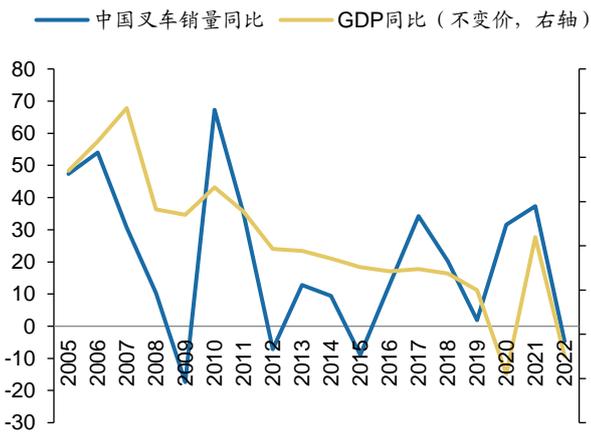
新一轮周期被压抑的需求预计将体现出较大的向上弹性。本轮替换需求对应 2007-2010 年，对应高速成长期，经济复苏替换需求或集中释放。

图 26: 叉车存量替换时间约为 15 年，景气上行阶段提前 (万台)



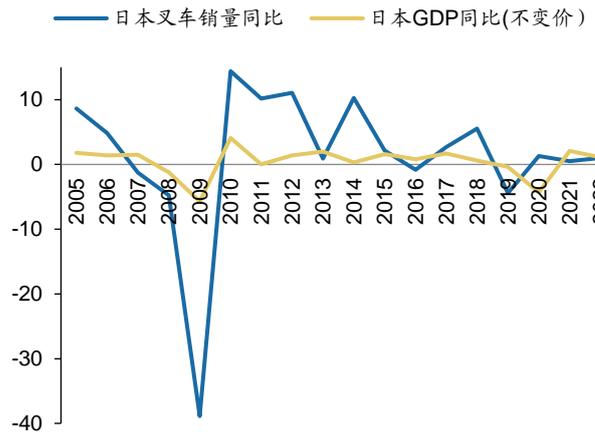
数据来源: Wind, 工业车辆协会, 广发证券发展研究中心

图 27: 中国叉车销量波动相比 GDP (右轴) 更大 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 日本叉车销量波动相比 GDP 更大 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

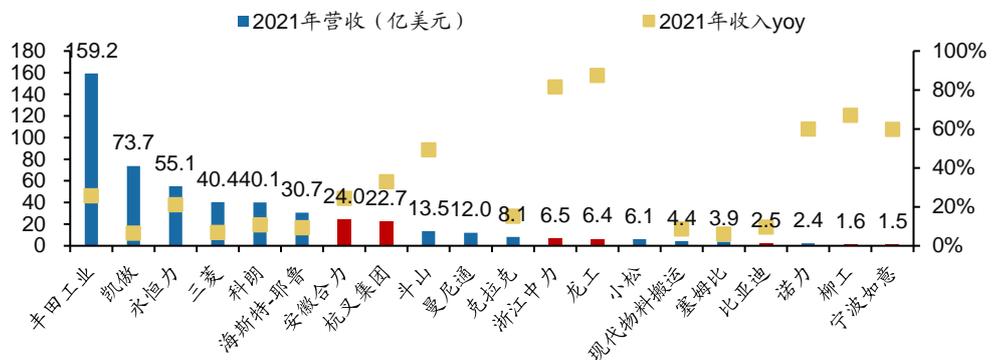
### 三、国内双龙头格局，全球竞争仍有较大提升空间

#### (一) 本土市场集中度高，全球竞争中提升空间仍较大

全球竞争中本土企业在出海方面仍有较大的提升空间。2021 年全球叉车公司排名中，丰田工业以 159.2 亿美元营收位列第一位，合力、杭叉分别位列第七、八位。从产品出海看，丰田工业日本以外营收达 81%，而合力、杭叉分别为 19%、20%，全球影响力仍有提升空间。

本土竞争头部效应明显。中国叉车分为三梯队，安徽合力、杭叉集团位列第一阵营，2021 年市占率分别为 25.0%、22.5%，合计占有近一半的市场，且市占率波动上行，2021 年原材料价格上涨，国内价格战持续，双龙头市占率有所承压但依旧遥遥领先。

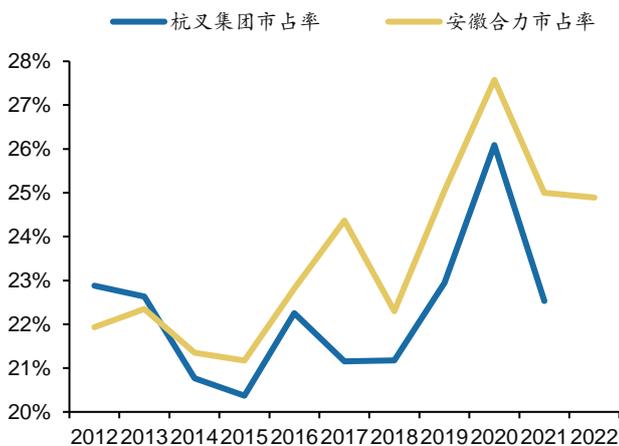
图 29: 2021 年全球叉车公司排名



数据来源：中国叉车网，美国 MMH 杂志，前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

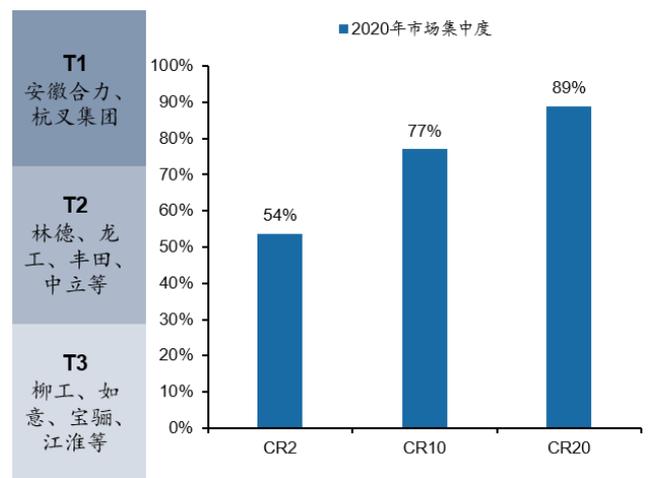
注：曼尼通、小松使用的 2020 年营收数据

图 30: 杭叉、合力市占率变化



数据来源：Wind，工业车辆协会，广发证券发展研究中心

图 31: 中国叉车行业竞争格局



数据来源：前瞻产业研究院，工业车辆协会，广发证券发展研究中心

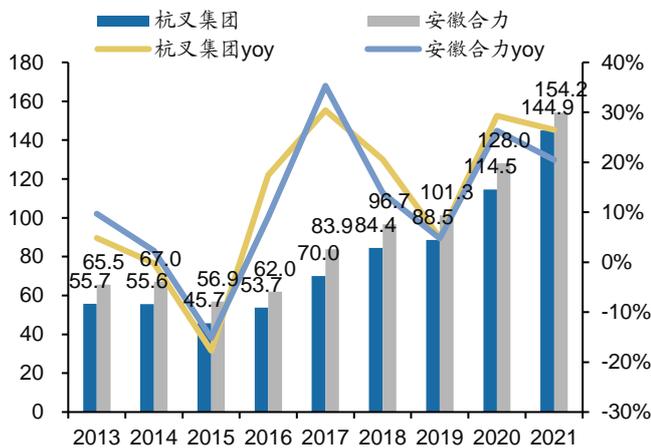
注：CR10/CR20 引用的前瞻产业研究院数据，CR2 为测算值

## (二) 合力、杭叉不分伯仲，双双募资助力研发扩产

合力、杭叉底蕴深厚，产品线齐全，竞争实力不分伯仲。安徽合力目前为安徽省国资委控股，其前身为 1958 年成立的合肥矿机厂，2000 年改制，2016 年于上交所上市，公司产品系列拥有 24 个吨位级、500 多个品种、1700 多种型号；杭叉集团为国内最大的叉车民企。公司前身为 1956 年成立的杭州机械修配厂，2003 年完成股改，2011 年引入巨星控股并为其实际控制人，公司产品以叉车为核心，涵盖仓储车、牵引车、高空作业车辆、强夯机、AGV 等。

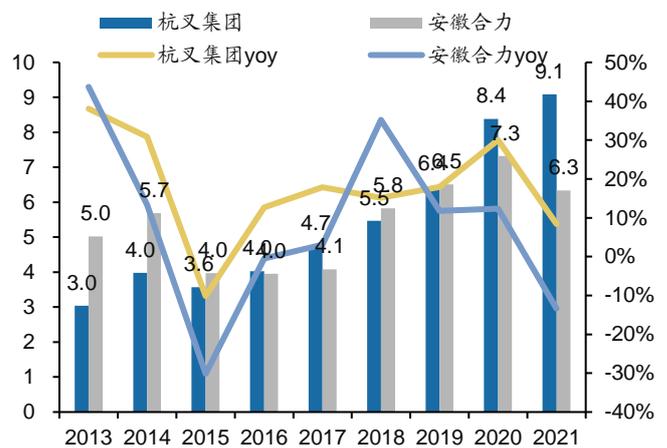
合力市占率略高，杭叉的增速和盈利能力略强。从业绩角度，2017-2021 年，合力、杭叉营业收入 CAGR 为 20.0%、22.0%，2021 年营业收入分别为 154、145 亿元，合力的收入体量略高但增速略低；从盈利能力看，2021 年合力、杭叉归母净利润分别为 6.3、9.1 亿元，杭叉净利率高于合力 1.7pct，主要系合力期间费用、少数股东权益较高影响；整体看，合力、杭叉 ROE（摊薄）分别为 10.9%、16.2%。

图 32：合力、杭叉营业收入（亿元）



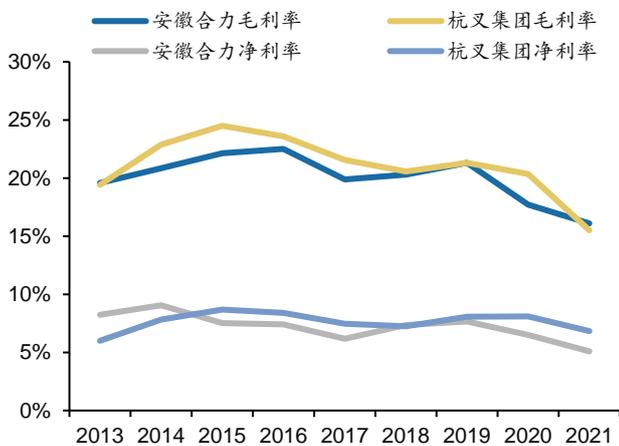
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 33：合力、杭叉归母净利润（亿元）



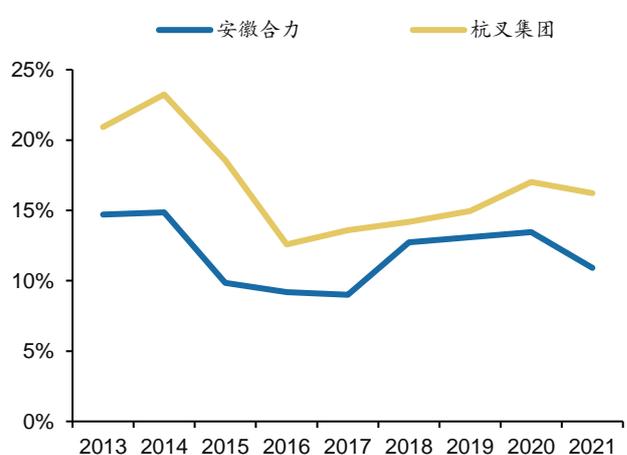
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 34：合力、杭叉综合毛利率、净利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 35：合力、杭叉 ROE（摊薄）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 双双发行可转债募集资金研发扩产，开拓锂电第二成长曲线。

2021 年杭叉发行可转债募资 11.5 亿元用于年产 6 万台新能源叉车建设投资、研发中心升级建设项目（锂电、燃料电池技术等）、集团信息化升级建设（PLM 等运维系统升级）、营销网络及叉车体验中心建设（4S 店网络等），截至 2022 年底，新能源叉车项目实际建成并投入使用的生产线及设备已超过 65%，该项目预计将于 2023 年底全部建成。

无独有偶，2022 年安徽合力发行可转债募资 20.5 亿元，共投资 34.2 亿元用于新能源车、智能工厂、整车零部件建设项目，项目完工后，预计新增年产 4 万台电动托盘车和堆垛车产能、新增 1 万台叉车及 3 万台桥箱总成生产能力、南方智造基地的年产能提高至 6 万台，同时油缸、液力变矩器、配重等零部件生产能力大幅提升。

表 2：2021 年杭叉集团可转债募投项目

项目名称	总投资 (亿元)	建设期	IRR	预计利润 (亿元)	项目概况
年产 6 万台新能源叉车建设 投资项目	8.42	2 年	22.50%	2.96	本项目拟新建新能源电池组装厂房，购置先进的焊接、涂装、锂电池组装、整车组装等自动化生产线， <b>实现年产 6 万台新能源叉车产能。</b>
研发中心升级建设项目	1.29	2 年	/	/	本项目拟利用公司现有研发办公场所进行装修改造，购置研发设备和软件，同时凭借杭州丰富的技术人才资源， <b>开展锂电池应用技术、燃料电池应用技术、混合动力技术等</b> 的研发。
集团信息化升级建设项目	0.84	2 年	/	/	通过本项目的建设，公司将 <b>优化升级现有的 PLM 系统、MES 系统、OA 系统、WMS 系统</b> 等系统模块，同时公司通过引进 SAP 先进的管理解决方案，将提升公司运营管理能力。
营销网络及叉车体验中心建 设项目	0.94	2 年	/	/	本项目的建设，将在 <b>国内重要中心城市建设营销 4S 店网络及叉车体验中心</b> ，主要城市包括：杭州、广州、郑州、沈阳、长沙、徐州、石家庄、太原、西安、福州、合肥等地。
合计	11.50	/	/	/	/

数据来源：杭叉集团可转债募集说明书，广发证券发展研究中心

注：IRR、预计利润均为税后

表 3：2022 年安徽合力可转债募投项目

项目名称	总投资 (亿元)	建设期/达产 期	IRR	投资回 收期	项目概况
新能源电动托盘车、堆垛车整 机及关键零部件制造建设项目	3.01	3 年/2 年	12.10%	9.2	本项目建成后将新增 <b>年产 4 万台电动托盘车和堆垛车、14.5 万件关键零部件</b> （包括 2-3.5 吨整体式制动鼓轮毂、1-3.5 吨差速器壳体和 1-3.5 吨驱动桥壳）。
工业车辆离散型制造智能工厂 建设项目	3.60	2.5 年/2 年	16.60%	7.7	本项目建成后将进一步提升公司整体智能制造水平，并可实 <b>现年新增 1 万台叉车及 3 万台桥箱总成生产能力。</b>
衡阳合力工业车辆有限公司扩 建及智能制造南方基地项目	6.65	3 年/3 年	13.50%	8.5	本项目建成达产后，公司 <b>南方智造基地的年产能提高至 6 万台</b> ，并全面提升公司南方基地的智能制造水平。

合力（六安）高端铸件及深加工研发制造基地项目	10.01	共 6 年	12.60%	8.6	造绿色环保铸造生产基地。本项目建成后将形成年产 20 万吨叉车配重、箱桥壳体、工业车辆配件等铸件生产能力。和液力变矩器工艺技术和智能制造水平。本项目建成后将形成 200 万根油缸和 20 万台液力变矩器的生产能力。
蚌埠液力机械有限公司扩建及智能制造基地建设项目	10.98	共 6 年	9.10%	10.9	
合计	34.26	/	/	/	/

数据来源：安徽合力可转债募集说明书，广发证券发展研究中心

注：IRR、投资回收期均为税后

## 四、投资建议与风险提示

### 投资建议：

**(1) 国内外环境复苏：**叉车全球挤压订单逐步释放，亚洲市场需求端有望优先复苏；同时中国制造业企业已经到达主动去库存末期，PMI 指数高于荣枯线释放利好信号，新增需求持续修复，存量替换需求将加速释放。

**(2) 产品结构改善：**电动产品相比燃油产品具有更高的经济、生态效益，内燃产品电动化、电动产品锂电化加速进行，价格较为便宜的步行式叉车、内燃叉车增速放缓，预计高价格的锂电平衡叉车占比增加，同时锂电池和钢材价格下降，行业盈利能力上升，行业将呈现利润增速>收入增速>销量增速现象，叉车企业进入业绩兑现红利期。

**(3) 出口占比增加：**电动化+出口共振，中国出口产品以电动化为主，短期看，海外供不应求背景下的本土企业交期、价格优势凸显带动出口比例增加，长期逻辑则为国内企业的锂电资源优势。杭叉、合力等国内头部企业全球渠道完善，乘出口之风而高增。

23Q1 虽然国内需求偏弱，但基本已经反应到前期股价中。杭叉集团、安徽合力作为头部公司将充分收益行业复苏。**综上所述，推荐杭叉集团、安徽合力。**

### 风险提示：

**行业竞争风险：**工业车辆行业为高度竞争的行业，产品同质化现象较为严重，同时还有其他工程机械品牌新进入者，市场竞争愈加激烈，叉车企业面临一定的行业竞争风险。产品结构不断优化，电动类车辆及仓储车辆销量比重增加迅速。叉车企业必须在优势产品上持续保持核心竞争力，并及时调整产品结构和营销策略，否则叉车企业有面临市场份额下降的风险。

**成本上升风险：**原材料成本的波动与叉车企业产品盈利具有较大相关性。特别是今年以来，钢材、塑料件、化工材料、铜铝材、油品等原材料价格上涨明显，且幅度较大。同时国际经济形势不稳定等因素，导致零部件价格波动及用工成本的增加。应对措施：与供应商建立深度合作伙伴关系，打造高效稳定的供应链体系，提升供应链的成本竞争力；推动替代方案、提前锁定资源等方式实现物料采购降本增效；积极采用新工艺、新技术降低零部件的生产制造成本；优化设计和工艺，提高材料利用率和工艺水平；加强全面预算管理，严控成本费用；持续加强技术改造，采用新技术、新设备、新工艺提升产品质量。

**汇率变化的风险:** 叉车企业国际化发展步伐加快, 产品海外市场销售规模逐年提升, 使得叉车企业国际收支将受到汇率波动的影响。未来海外市场及人民币汇率走势不确定性较高, 从而将对叉车企业收益产生较大的影响。

## 广发机械行业研究小组

- 代川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：联席首席分析师，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱宇航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 范方舟：高级分析师，中国人民大学国际商务硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 汪家豪：高级分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 王宁：高级研究员，北京大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 石城：高级研究员，上海交通大学船舶与海洋工程硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 蒲明琪：研究员，纽约大学计量金融硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 姚佳：研究员，北京大学环境科学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。