

# 市占率快速提升+叉车电动化趋势，预计合理估值为 PE20X

杭叉集团（603298）投资价值分析报告 | 2020.10.14

中信证券研究部



**刘海博**  
首席机械分析师  
S1010512080011



**李睿鹏**  
机械分析师  
S1010519040003



**联系人：李越**

## 核心观点

公司是国内最大的民营叉车制造商，叉车行业具有长期成长性、短期需求景气向上、电动化的大趋势。公司全球排名从 2010 年的 14 位上升至 2019 年的第 8 位，国内市占率从 2019 年的 22.8% 快速提升至 2020 年上半年的 26.8%。我们预计公司 2020 年~2022 年归母净利润为 8.4/10.5/13.0 亿元，CAGR26%。考虑当前行业景气度、电动化带来的市场规模扩大逻辑以及公司自身业绩增长趋势，建议给予公司 2021 年归母净利润 20 倍 PE 估值水平，对应目标价 24.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **公司概况：**公司是国内最大的民营叉车制造商，产品覆盖内燃叉车、电动步行式仓储叉车等主流车型。公司与安徽合力并列为国内叉车行业双巨头，2020 年上半年公司营业收入 51.2 亿元/+11%，归母净利润 4.1 亿元/+17.7%。

■ **行业趋势：**叉车具有长期成长性，近期需求景气向上，电动化大势所趋。1、**长期看：**叉车不同于挖机等工程机械，其需求与制造业、物流业规模成正比。我国叉车渗透率仍偏低，单位制造业、物流业产值对应叉车台数仅为欧美的 60%。2012~2018 年国产叉车海外份额从 11% 提升至 19%，中国叉车性价比优势驱动出口趋势向好。我们预计需求规模扩大、渗透率提升、出口向好三大逻辑驱动我国叉车销量长期保持 15% 左右增速。2、**短期看：**叉车短期需求与 PMI 等经济景气指标一致，本轮叉车销量景气周期上行始于 2019 年 Q3，2020 年初疫情暂缓了行业复苏趋势，随着国内疫情控制和生产的恢复，叉车销售延续景气周期。我们预计本轮叉车销售景气周期有望持续 2~3 年。3、**电动化大趋势：**叉车电动化存在存量内燃叉车电动化、电动步行式仓储叉车取代手动叉车两条不同逻辑主线。并且随着锂电池成本下降，锂电池取代铅酸电池将成为电动叉车主流技术路线。

■ **公司看点：**全球排名及产品市占率快速提升；发行可转债扩产锂电叉车，预计新项目投产后年增税后利润近 3 亿元。公司收入规模在全球排名从 2010 年的 14 名上升至 2019 年的第 8 名。公司不断强化产品性能优势及销售能力，叉车国内市占率从 2019 年的 22.8% 快速提升至 2020 年上半年的 26.8%，市场竞争力持续提升。公司拟发行 12 亿元可转债用于锂电池叉车扩产等项目，扩充 6 万台锂电叉车产能，公司测算项目达产后预计每年新增税后利润 2.98 亿元。有望紧跟新能源叉车替代燃油叉车浪潮，强化公司在新能源叉车领域的先发优势。

■ **风险因素：**钢材成本大幅上涨、宏观经济向下、国际贸易政策及汇率波动、可转债发行及募投项目建设进展不及预期等风险。

■ **盈利预测、估值及投资评级：**公司作为国内叉车龙头企业之一，在产品性能、性价比、销售渠道、前沿技术研发投入等方面建立了强大竞争优势。下游需求高景气和市占率提升有望促使公司未来三年维持年均 20% 左右收入增速。我们预计公司 2020~2022 年归母净利润为 8.4/10.5/13.0 亿元，CAGR 26%。考虑当前行业景气度、电动化带来的市场规模扩大逻辑以及公司自身业绩增长趋势，建议给予公司 2021 年归母净利润 20 倍 PE 估值水平，对应目标价 24.25 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

## 杭叉集团 603298

|            |               |
|------------|---------------|
| <b>评级</b>  | <b>买入（首次）</b> |
| 当前价        | 17.73 元       |
| 目标价        | 24.25 元       |
| 总股本        | 866 百万股       |
| 流通股本       | 866 百万股       |
| 52 周最高/最低价 | 17.73/9.22 元  |
| 近 1 月绝对涨幅  | 7.78%         |
| 近 6 月绝对涨幅  | 24.03%        |
| 近 12 月绝对涨幅 | 24.23%        |

| 项目/年度           | 2018     | 2019     | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|-----------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)       | 8,442.62 | 8,854.11 | 10,593.24 | 12,678.60 | 15,179.38 |
| 营业收入增长率         | 21%      | 5%       | 20%       | 20%       | 20%       |
| 净利润(百万元)        | 546.55   | 644.60   | 837.84    | 1,050.16  | 1,304.55  |
| 净利润增长率          | 15%      | 18%      | 30%       | 25%       | 24%       |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 0.88     | 1.04     | 0.97      | 1.21      | 1.51      |
| 毛利率%            | 21%      | 21%      | 21%       | 21%       | 21%       |
| 净资产收益率 ROE%     | 14.19%   | 14.95%   | 16.99%    | 18.38%    | 19.52%    |
| 每股净资产 (元)       | 6.22     | 6.97     | 7.97      | 9.23      | 10.80     |
| PE              | 19       | 16       | 17        | 14        | 11        |
| PB              | 3        | 2        | 2         | 2         | 2         |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 9 日收盘价

## 目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 公司概况：国内最大的民营叉车企业 .....                    | 1  |
| 行业分析：长期成长空间广阔，短期迎来景气阶段 .....              | 2  |
| 叉车分类标准及介绍 .....                           | 3  |
| 全球叉车市场空间巨大且销量稳健增长，中国占比逐渐提升 .....          | 5  |
| 国内叉车市场空间：长期增长空间广阔，短期迎来景气周期 .....          | 7  |
| 叉车行业长期看具有成长性，短期驱动力与 PMI 等制造业景气因素相关 .....  | 8  |
| 叉车电动化：存量平衡重叉车电动化，电动步行仓储叉车替代无动力板车 .....    | 9  |
| 2020 年制造业投资超预期，叉车行业需求有望迎来 2~3 年景气周期 ..... | 13 |
| 公司分析：市占率攀升，募资扩产锂电池叉车 .....                | 14 |
| 过去二十年公司叉车业务快速成长，产品市占率持续提升 .....           | 14 |
| 发行可转债扩产锂电池叉车，引领叉车电动化大趋势 .....             | 17 |
| 风险因素 .....                                | 19 |
| 盈利预测及关键假设 .....                           | 19 |
| 关键假设 .....                                | 19 |
| 盈利预测 .....                                | 19 |

## 插图目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图 1：公司股权结构图 .....                          | 2  |
| 图 2：公司近年收入及增速（亿元） .....                    | 2  |
| 图 3：公司归母净利润及毛利率、净利率（亿元） .....              | 2  |
| 图 4：我国叉车结构分类标准与国外分类标准对比 .....              | 3  |
| 图 5：我国叉车结构分类标准与国外分类标准对比 .....              | 4  |
| 图 6：杭叉内燃平衡重叉车和电动平衡重叉车 .....                | 4  |
| 图 7：杭叉电动乘驾式仓储叉车和电动步行式仓储叉车 .....            | 5  |
| 图 8：全球过去十年叉车销量及增速（万台） .....                | 6  |
| 图 9：丰田过去十年叉车业务收入及销量（十亿日元\万辆） .....         | 6  |
| 图 10：全球叉车历年销量及中国占比（万台） .....               | 6  |
| 图 11：中国叉车销量在全球占比（万台） .....                 | 7  |
| 图 12：中国叉车销量在全球占比（万台） .....                 | 7  |
| 图 13：我国历年各类型叉车销量及结构占比（万台） .....            | 7  |
| 图 14：各类叉车市场均价（万元）及 2019 年销量（右轴/万台） .....   | 8  |
| 图 15：中国各类型叉车市场规模（亿元） .....                 | 8  |
| 图 16：挖机、泵车、叉车历年销量与 2011 年销量比值 .....        | 8  |
| 图 17：中美欧叉车保有量对比（万台） .....                  | 9  |
| 图 18：2017 年中美欧叉车渗透率比较（台） .....             | 9  |
| 图 19：平衡重叉车保有量（万台）与制造业和物流业需求（万亿）高度相关 .....  | 9  |
| 图 20：我国叉车历年销量增速与 PMI 指数年化增速（右轴）一直度较高 ..... | 9  |
| 图 21：我国历年叉车销量结构分类及电动叉车占比 .....             | 10 |
| 图 22：2017 年中美欧各类型叉车销量结构（万台） .....          | 10 |
| 图 23：2017 年中美欧电动叉车销量结构占比 .....             | 10 |
| 图 24：平衡重叉车和仓储式叉车电动化逻辑示意 .....              | 11 |
| 图 25：2017 年主要国家平衡重叉车销售结构占比示意 .....         | 11 |
| 图 26：我国电动平衡重叉车占比逐年提升 .....                 | 11 |
| 图 27：我国历年电动步行式仓储叉车销量及占比（万台） .....          | 12 |
| 图 28：我国历年电动步行式仓储叉车内外销情况及增速（万台） .....       | 12 |
| 图 29：电动步行式仓储叉车替代人工板车作业 .....               | 12 |
| 图 30：2017 年中美欧日各类型叉车销量结构（万台） .....         | 13 |
| 图 31：2017 年中美欧日电动步行式叉车（三类车）占比 .....        | 13 |
| 图 32：我国月度制造业固投金额及同比增速（万亿元） .....           | 13 |
| 图 33：我国制造业 PMI 月度数据 .....                  | 13 |
| 图 34：我国近年来制造业相关核心设备品类产/销量同比增速 .....        | 14 |
| 图 35：过去十年我国叉车销量月度同比增速（三个月平滑） .....         | 14 |
| 图 36：杭叉叉车过去 20 年销量及增速（万台） .....            | 15 |
| 图 37：杭叉近年来各叉车品类在国内市占率（含出口） .....           | 16 |
| 图 38：杭叉近年来各叉车品类在国内市占率（含出口） .....           | 16 |
| 图 39：公司归母净利润与经营性现金流比较（亿元） .....            | 17 |
| 图 40：过去三年公司盈利能力持续提升 .....                  | 17 |
| 图 41：公司锂电池叉车相关产品 .....                     | 18 |

## 表格目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 表 1：2019 年全球前 10 名叉车制造商.....          | 1  |
| 表 2：叉车四大类别区别汇总.....                   | 5  |
| 表 3：3 吨电动叉车和内燃叉车不含保养费综合使用成本对比（元）..... | 11 |
| 表 4：全球历年叉车企业收入规模排行.....               | 15 |
| 表 5：杭叉集团 2020 年 6 月管理层持股情况.....       | 17 |
| 表 6：磷酸铁锂电池叉车与铅酸电池叉车技术指标对比.....        | 18 |
| 表 7：杭叉本次发行可转债募资资金用途（万元）.....          | 19 |
| 表 8：杭叉集团业绩预测（百万元）.....                | 19 |

## ■ 公司概况：国内最大的民营叉车企业

公司是国内叉车生产、制造、销售龙头之一。杭叉集团股份有限公司是国内大型的专业叉车研发制造集团之一，前身为始建于 1956 年的杭州机械修配厂，1999 年改制，2003 年整体变更设立为股份有限公司，2016 年 12 月在上交所上市。公司与国企性质的安徽合力并列为国内叉车行业双巨头。最近 3 年来，杭叉集团与安徽合力叉车销量合计在全国占比均保持在 40% 以上。目前公司产品线已覆盖内燃叉车、电动叉车、集装箱专用叉车、以及 AGV 智能工业车辆等多品种的叉车类产品。公司在全球 180 多个国家和地区均有销售。从全球范围看，根据 2019 年美国《现代物料搬运杂志》的统计数据，公司在全球叉车制造商中位列第 8。

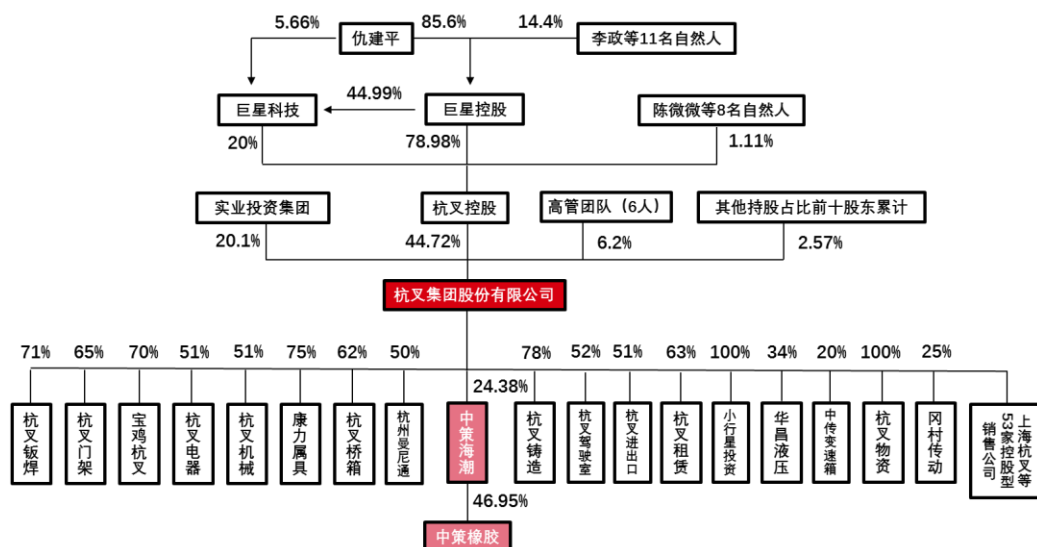
表 1：2019 年全球前 10 名叉车制造商

| 排名 | 公司名称         | 国家        | 2019 年营收（亿美元） |
|----|--------------|-----------|---------------|
| 1  | 丰田自动织机株式会社   | 日本        | 133.6         |
| 2  | 凯傲集团         | 德国        | 71.7          |
| 3  | 永恒力集团        | 德国        | 45.8          |
| 4  | 三菱力至优公司      | 日本        | 41.5          |
| 5  | 科朗设备公司       | 美国        | 37.2          |
| 6  | 海斯特-耶鲁物料搬运公司 | 美国        | 32.9          |
| 7  | 安徽合力叉车集团     | 中国        | 14.4          |
| 8  | <b>杭叉集团</b>  | <b>中国</b> | <b>12.7</b>   |
| 9  | 克拉克物料搬运公司    | 韩国        | 11.7          |
| 10 | 斗山工业车辆       | 韩国        | 7.8           |

资料来源：美国《MMH 现代物料搬运》杂志，中信证券研究部

杭叉集团是民营控股、国资参股、高管团队持股的大型民营企业。截至 2020 年 6 月 30 日，杭叉控股为杭叉集团控股股东，持有杭叉集团 44.7% 的股份，杭叉集团实际控制人为仇建平先生，仇建平先生通过巨星控股和巨星科技合计控制杭叉控股 98.98% 的股权进而拥有杭叉集团 44.72% 的表决权。第二大股东为杭州市国资委 100% 控股的杭州市实业投资集团有限公司，持有杭叉集团股份比例 20.1%。截止 2019 年底，公司共有员工 4181 人。

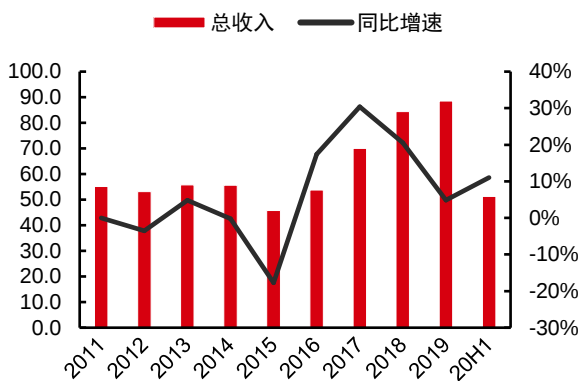
图 1: 公司股权结构图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

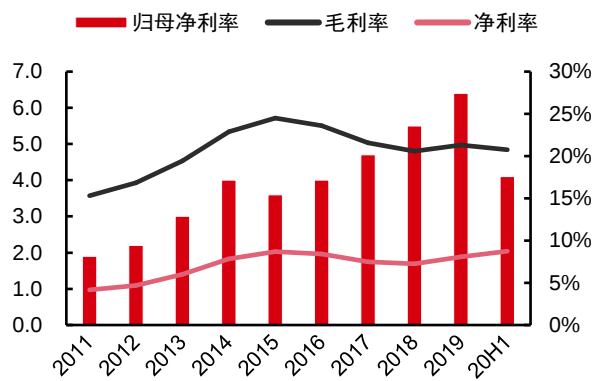
杭叉是纯正的叉车生产制造公司，过去四年业绩大幅增长。公司叉车及其配件业务收入占比超 95%，公司从 2016 年开始盈利水平大幅提升。叉车销售收入从 2015 年的 45.7 亿增长至 2020 年上半年的 51.2 亿，同期归母净利润从 3.6 亿增长至 4.1 亿。毛利率因市场价格竞争等因素，维持在 20%左右水平，净利润过去三年持续提升，2020 年上半年净利率为 8.7%。

图 2: 公司近年收入及增速 (亿元)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3: 公司归母净利润及毛利率、净利率 (亿元)



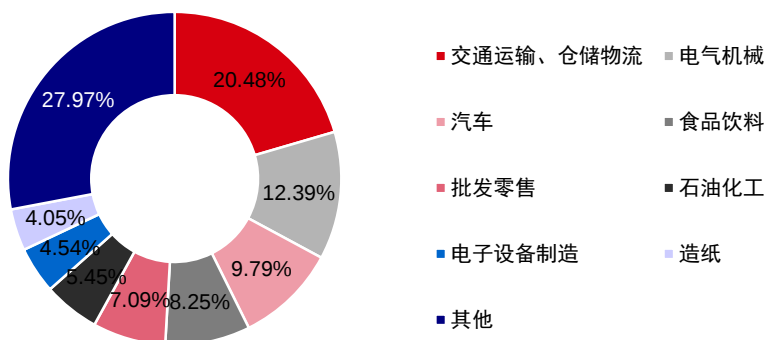
资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 行业分析：长期成长空间广阔，短期迎来景气阶段

**叉车需求与制造业、物流业相关度较高，销量趋势与宏观经济景气度正相关。**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，属于机动工业车辆的一种。叉车下游应用广泛，在各类机械制造、建筑建材、纺织、食品生产、能源、化工、冶金、交通运输、物流商贸领域均有应用。不同于挖掘机、混凝土机械等传统工程

机械，叉车与房地产、基建投资增速关联度相对不高，其保有量随经济总量而增长，波动性与宏观经济景气程度相关，波动性小于传统工程机械。与发达国家相比，中国叉车下游行业需求同样较为分散，按照行业性质分类，制造业需求占比约 52%，物流转运类需求占比在 25%，制造业与物流业对叉车的需求在 2:1 左右。

图 4：我国叉车结构分类标准与国外分类标准对比

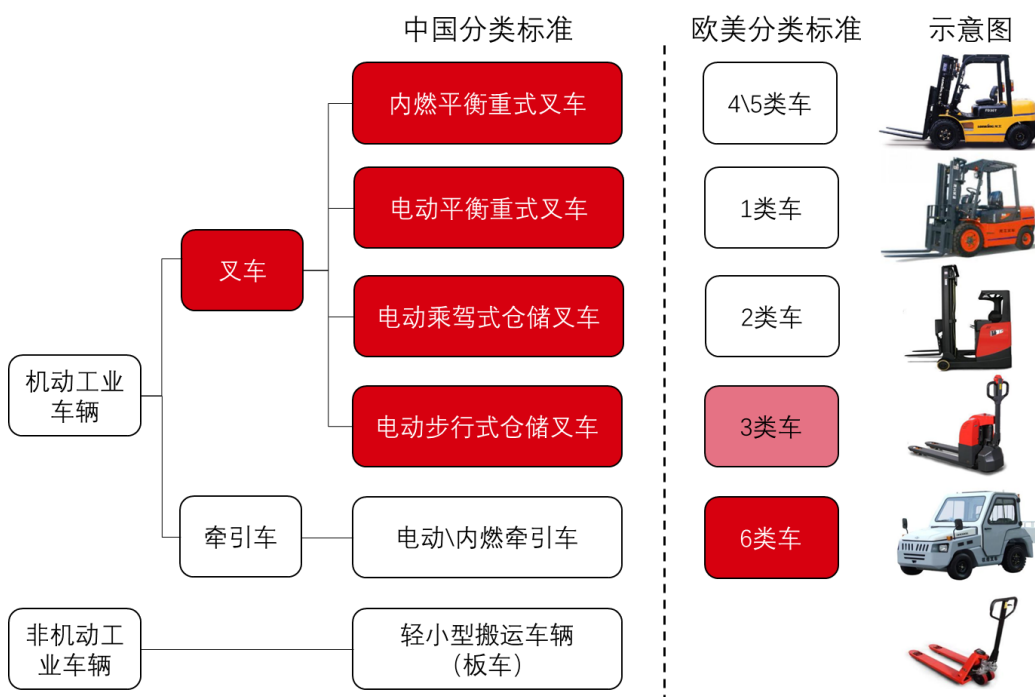


资料来源：产业信息网，中信证券研究部

## 叉车分类标准及介绍

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 5：我国叉车结构分类标准与国外分类标准对比



资料来源：中信证券研究部绘制 注：图片来自杭叉官网

**内燃平衡重式叉车（4 类车、5 类车）：**包括普通内燃叉车、重型叉车、集装箱叉车等品类，具备举升和运输功能，尾部装有配重的平衡块可实现大载荷物料搬运举升，载荷范围在 0~60 吨，常用为载荷能力在 2~6 吨左右的型号，采用柴油、汽油或天然气发动机作为动力。该类叉车最大载荷级别范围高于电动叉车，通常用在室外、车间或其他对尾气排放和噪音没有特殊要求的场所，是目前国内应用最多的叉车品种。

**电动平衡重式叉车（1 类车）：**尾部同样装有配重的平衡块，车体结构以及工作应用场景与同级别的内燃平衡重式叉车相同，只是将内燃机更换为蓄电池为动力源，通常具备举升和运输 8 吨以下货物的能力。该类叉车污染少、噪声低，通常应用于室内操作和其它对环境要求较高的场所，如医药、食品等行业。

图 6：杭叉内燃平衡重叉车和电动平衡重叉车



资料来源：公司官网

**电动乘驾式仓储叉车（2 类车）：**主要采用蓄电池为动力，同样具备举升和运输能力，与平衡重式叉车最大区别在于没有配重块因而载荷主要在 3 吨以下，该类叉车因其车体紧凑、移动灵活、自重轻和环保性能好等特点在仓储业得到广泛应用。

**电动步行式仓储叉车（3 类车）：**该车最大特点在于无固定座位，驾驶员站立叉车后方或步行拖动操作叉车，销量中半数以上不具备举升能力，载荷通常在 1~2 吨，该形叉车可被认为是电动助力的板车。整车尺寸较小，主要替代无动力源的板车进行货物的搬运、装卸作业。

图 7：杭叉电动乘驾式仓储叉车和电动步行式仓储叉车



电动乘驾式仓储叉车(2类车)



电动步行式仓储叉车(3类车)

资料来源：公司官网

**电动步行式仓储叉车（3 类车）：**从销量上看，我国叉车销售结构以内燃&电动平衡重叉车和电动步行式仓储叉车为主。其中内燃&电动平衡重叉车使用场景相同，均具备重载以及举升功能。电动步行式仓储叉车相当于电动化的传统无动力板车，通常用于轻载的整垛货物搬运，绝大部分机型基本不具备举升功能。因其替代无动力的板车能够降低工人劳动强度，近年来我国电动步行式仓储叉车大量替代传统无动力板车，过去五年销量 CAGR 在 30%左右，具有较好成长属性。

表 2：叉车四大类别区别汇总

| 中国分类      | 欧美分类  | 常用载荷  | 市场价   | 是否配重 | 是否能举升 | 动力源 | 2019 年我国销量 |
|-----------|-------|-------|-------|------|-------|-----|------------|
| 内燃平衡重式叉车  | 4、5 类 | 2~6 吨 | 7 万   | 有    | 能     | 柴油  | 31.0 万台    |
| 电动平衡重式叉车  | 1 类   | 1~6 吨 | 15 万  | 有    | 能     | 电动  | 6.3 万台     |
| 电动乘驾式仓储叉车 | 2 类   | 1~3 吨 | 25 万  | 否    | 能     | 电动  | 0.9 万台     |
| 电动步行式仓储叉车 | 3 类   | 1~2 吨 | 1.5 万 | 否    | 大部分不能 | 电动  | 22.6 万台    |

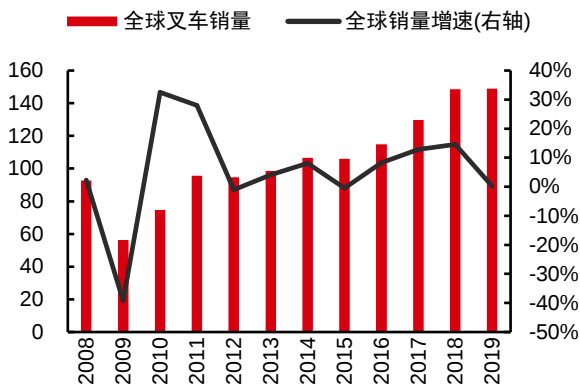
资料来源：行业调研，中信证券研究部

## 全球叉车市场空间巨大且销量稳健增长，中国占比逐渐提升

**2019 年全球叉车销量达 149.3 万台，市场规模超两千亿元。**叉车行业需求与经济总量增长呈正比趋势，2008 年金融危机后，全球叉车销量总体稳健增长，从 2009 年的 57 万台增长至 2019 年的 149.3 万台。目前全球叉车市场空间没有权威统计数据，按我国叉车市场均价估算，2019 年全球叉车新车销售市场在 1200 亿元左右。从海外龙头公司来看，

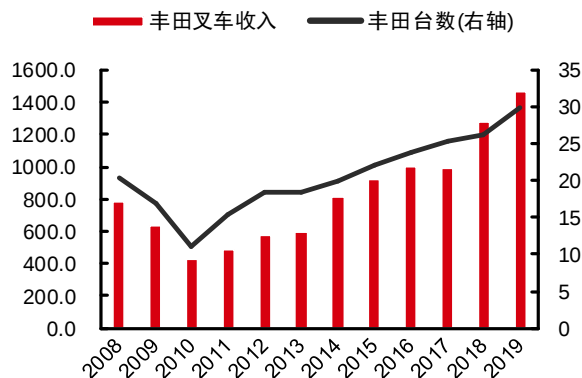
全球第一的丰田叉车 2019 年叉车业务收入 1.47 兆日元，约合人民币 927 亿元。销售叉车 30 万辆，全球市占率约 20%。通过行业调研发现，海外市场叉车单价约是国内的 2 倍，并且海外叉车巨头售后市场领域收入占比普遍超 30%，由此我们估计全球叉车行业市场空间不低于 2000 亿元。

图 8：全球过去十年叉车销量及增速（万台）



资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

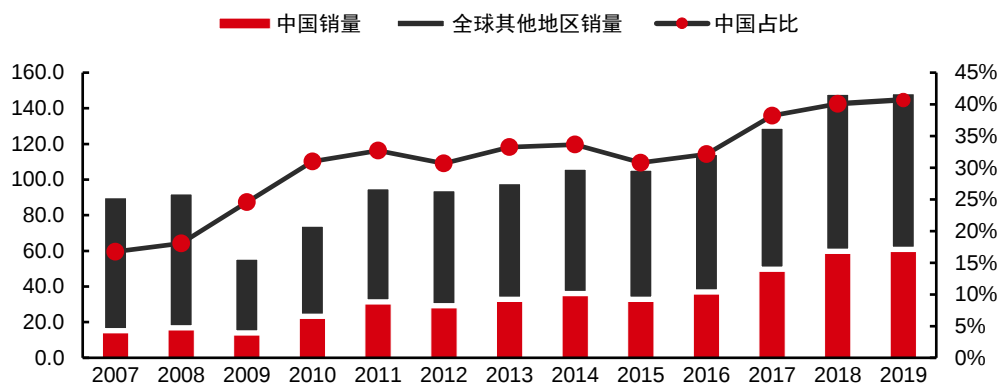
图 9：丰田过去十年叉车业务收入及销量（十亿日元\万辆）



资料来源：丰田官网，中信证券研究部

中国叉车全球市占率逐步提升，2019 年已达 41%。叉车行业需求与经济总量增长呈正比趋势。中国叉车销量从 2007 年的 15.2 万辆增长至 2019 年的 60.8 万台，过去 10 年增速 CAGR 16%，显著高于全球增速 CAGR 10%。中国叉车销量在全球占比从 2007 年的 17% 提升至 2019 年的 41%，全球市占率持续提升。中国叉车市场在全球占比不断提升。

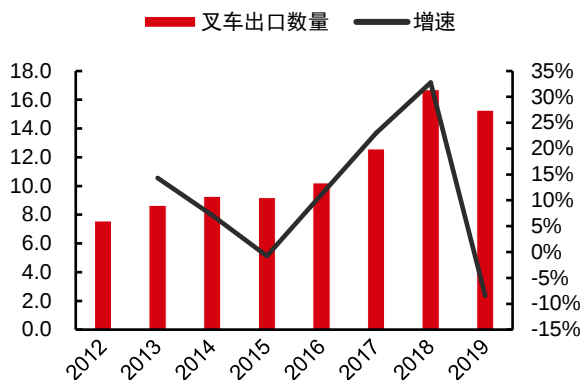
图 10：全球叉车历年销量及中国占比（万台）



资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

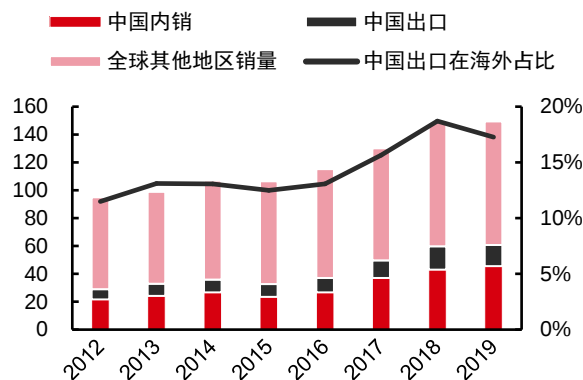
中国叉车出口持续增长，海外市场竞争力不断增强。中国叉车销量增长分为内需和出口两个维度。国内销量从 2012 年的 21.6 万台增长至 2018 年的 43 万台，CAGR 12%。同期出口销量从 7.6 万台增长至 2018 年的 16.7 万台，CAGR 14%，出口增速高于国内增速。除 2019 年受贸易摩擦影响外，中国出口叉车在海外市场占比持续提升，2012~2018 年国产叉车海外市场份额从 11% 提升至 19%。中国叉车性价比较高，过去十年国产叉车被海外客户逐步认可，产品竞争力持续提升。

图 11：中国叉车销量在全球占比（万台）



资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

图 12：中国叉车销量在全球占比（万台）

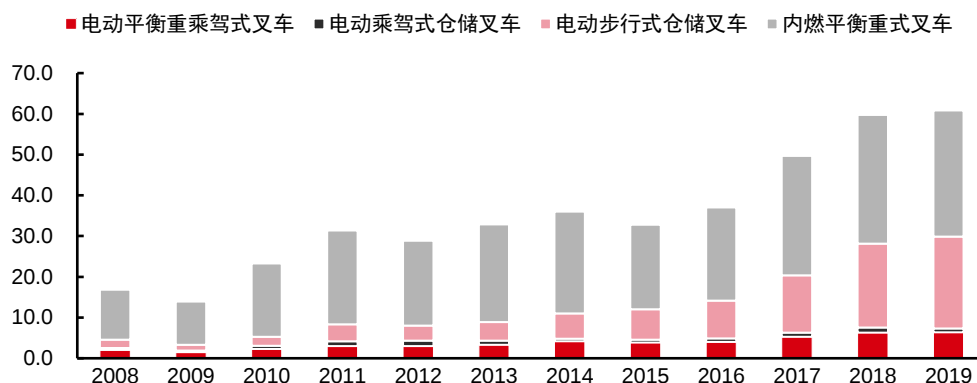


资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

## 国内叉车市场空间：长期增长空间广阔，短期迎来景气周期

过去 10 年我国叉车销量从 2008 年的 16.8 万台增长至 2019 年的 60 万台（含出口）。我国叉车销售结构中，虽然内燃叉车销量仍占主导地位，但电动叉车占比逐步提升，其中电动步行式仓储叉车占比提升的趋势最为显著。

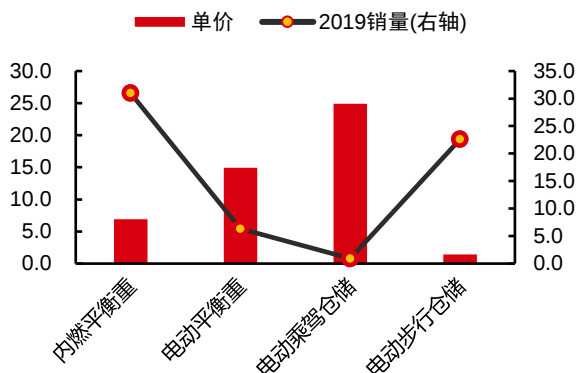
图 13：我国历年各类型叉车销量及结构占比（万台）



资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

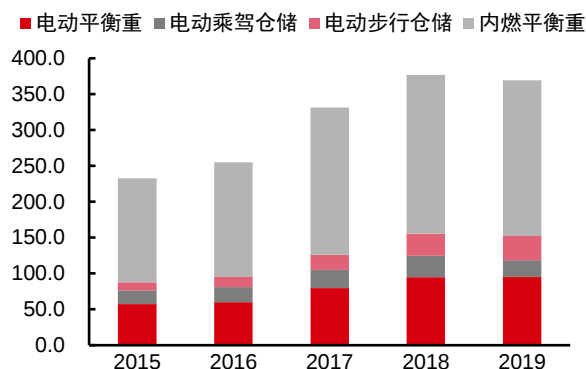
我国叉车新车市场空间约 370 亿元，电动/内燃平衡重叉车占主导地位。根据行业调研，按照各类型叉车市场均价计算，过去 10 年我国叉车新车销售市场空间从 2008 年的 180 亿增长至 2019 年的 370 亿左右。我国叉车销售结构中，2019 年虽然电动步行式仓储叉车销量达到 36% 的占比，但因单价较低，叉车市场规模中，内燃平衡重和电动平衡重叉车销量仍占主导地位。

图 14：各类叉车市场均价（万元）及 2019 年销量（右轴/万台）



资料来源：工程机械协会，中信证券研究部行业调研

图 15：中国各类型叉车市场规模（亿元）

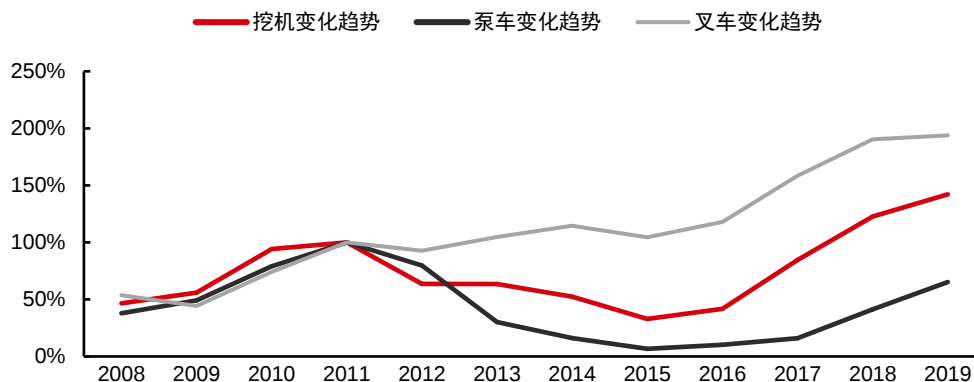


资料来源：中信证券研究部测算

## 叉车行业长期看具有成长性，短期驱动力与 PMI 等制造业景气因素相关

叉车具有成长属性，经济规模扩大将拉动叉车总量增长。不同于以地产和基建为驱动力的工程机械，叉车需求主要来自制造业和物流业的增长，叉车保有量与制造业商品总产量和物流货运总周转量成正比。与挖机、泵车叉车相比，过去十年叉车具有更好的成长性，随着未来中国经济规模持续增长，国内叉车保有量规模预计仍将相应扩大。

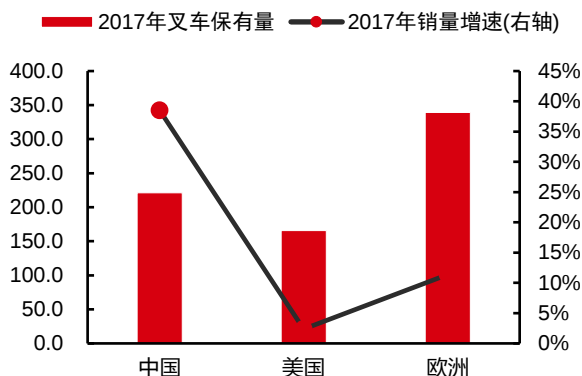
图 16：挖机、泵车、叉车历年销量与 2011 年销量比值



资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

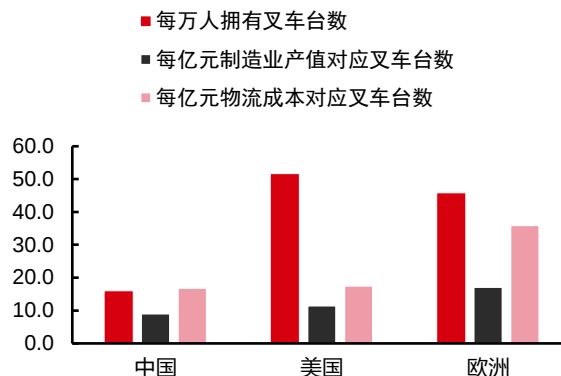
中国叉车渗透率远低于欧美，长期看保有量提升空间明确，叉车正常更新周期在 8~10 年，根据我国国内过去 10 年叉车的销量可大致推算我国叉车的保有量约在 220 万台左右。根据世界工业车辆联盟相关统计数据，美国叉车保有量大约为 165 万台，欧洲为 340 万台。通过对比中国、美国、欧洲的人口、制造业产值以及物流成本等相关指标与各地区叉车保有量的比值，中国叉车在渗透率上与美国、欧洲等发达经济体仍有较大差距。同时随着中国经济的不断发展，中国叉车渗透率有望继续向欧美水平靠拢，中国叉车保有量远未达到天花板，仍有较大增长空间。

图 17：中美欧叉车保有量对比（万台）



资料来源：Wind，工程机械协会，中信证券研究部

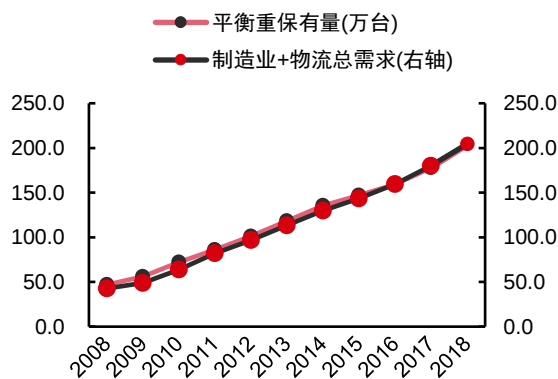
图 18：2017 年中美欧叉车渗透率比较（台）



资料来源：Wind，工程机械协会，中信证券研究部

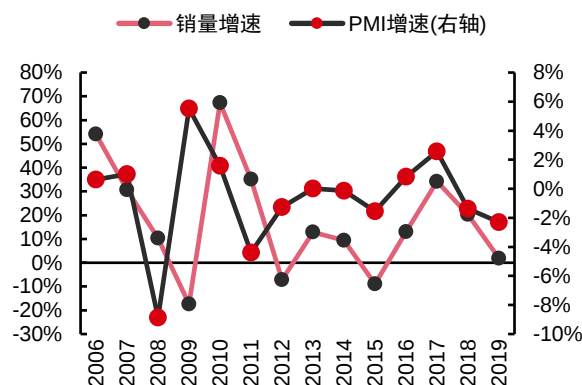
**叉车短期销量与宏观经济景气程度正相关。**叉车中应用最广的平衡重式叉车主要应用于各类制造业和商品转运的物流环节。从历史数据看，平衡重叉车总保有量与制造业固定资产投资额和历年物流业产值正相关。按照协会统计的叉车销量下游需求分类，销售到制造业和物流类环节的比例大约在 2:1。我们将我国历年制造业固定资产投资额累计值和物流总额按照 2:1 的比例作为总需求与平衡重叉车历年保有量相比较，发现二者具有较高的相关性。短期看，叉车销量增速与 PMI 较为一致，且滞后 PMI 半年至一年左右，反映制造业下游需求景气改善可有效带动叉车销量。

图 19：平衡重叉车保有量（万台）与制造业和物流业需求（万亿）高度相关



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：我国叉车历年销量增速与 PMI 指数年化增速（右轴）一度较高

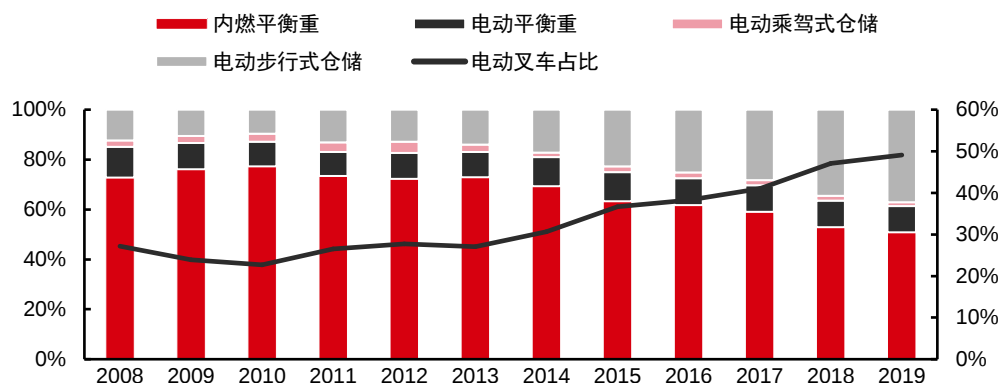


资料来源：Wind，中信证券研究部

## 叉车电动化：存量平衡重叉车电动化，电动步行仓储叉车替代无动力板车

我国电动叉车占比逐渐提升，电动步行式仓储叉车是增量的主力军。在我国叉车销售结构中，内燃叉车销售占比从 2010 年的 77% 下降至 2019 年的 51%。驱动力一方面来自电动平衡重叉车逐渐取代内燃平衡重叉车，另一方面电动步行式仓储叉车大幅替代传统板车（地牛）是电动叉车占比提升的主要因素。

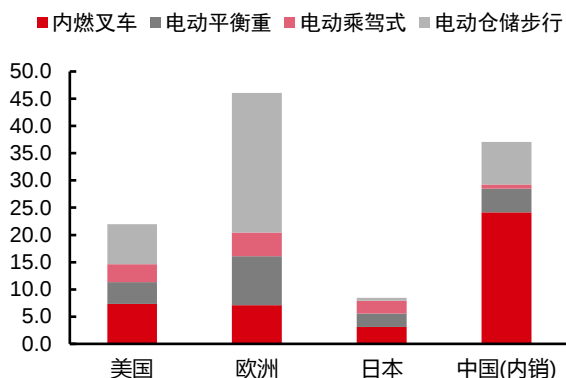
图 21：我国历年叉车销量结构分类及电动叉车占比



资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

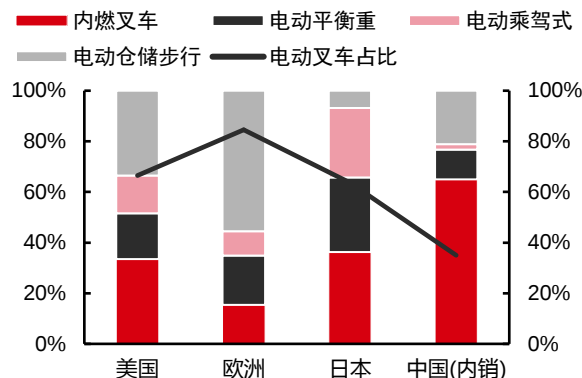
与发达国家地区相比，中国叉车销量中电动叉车占比仍有较大提升空间。美国、欧洲、日本等发达国家的叉车销售结构中，电动叉车占比均超过 60%，并且平衡重叉车中，电动平衡重占比也远高于中国。未来随着我国环保排放政策的不断趋严、工厂对工作环境要求的提升，平衡重叉车电动车占比预计将持续提升。同时电动步行式仓储叉车未来在电动叉车占比有望持续提升，向欧美日等发达国家靠拢。

图 22：2017 年中美欧各类型叉车销量结构（万台）



资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

图 23：2017 年中美欧电动叉车销量结构占比



资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

平衡重叉车电动化是存量市场替换逻辑，电动步行仓储叉车增长是叉车市场的增量空间。与市场笼统计算叉车电动化占比不同，我们认为国内叉车电动化分为平衡重叉车电动化替代和步行式仓储叉车增量两个维度。内燃平衡重叉车被电动平衡重叉车取代属于存量替换。而电动步行仓储叉车则主要取代不属于叉车范畴的轻小型搬运车辆（板车），板车被电动步行仓储叉车替代会扩大叉车的应用范围，带来叉车保有量的提升。

图 24：平衡重叉车和仓储式叉车电动化逻辑示意



资料来源：杭叉官网，中信证券研究部

电动平衡重叉车两年运营成本已低于内燃叉车，平衡重叉车电动化大势所趋。电动平衡重叉车售价虽然大幅高于内燃叉车，但两年综合使用成本已低于内燃叉车。随着电动叉车性能的逐步提升，预计存量内燃叉车会逐步被电动叉车替换。同等吨位电动平衡重叉车单价约为内燃叉车单价的两倍，电动平衡重叉车占比提升可望导致行业收入增速快于销量增速。

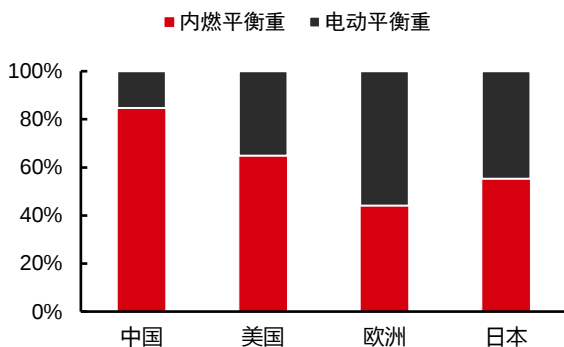
表 3：3 吨电动叉车和内燃叉车不含保养费综合使用成本对比（元）

|            | 电动叉车      | 内燃叉车      |
|------------|-----------|-----------|
| 采购单价       | 150,000.0 | 70,000.0  |
| 每小时耗电/油耗   | 7.7 度     | 6L        |
| 度电/油价      | 0.8       | 5.3       |
| 每小时成本      | 6.1       | 31.8      |
| 8h/天工作一年成本 | 12,737.0  | 66,398.0  |
| 一年总成本      | 162,737.0 | 136,398.0 |
| 两年总成本      | 175,474.0 | 202,797.0 |

资料来源：中信证券研究部行业调研

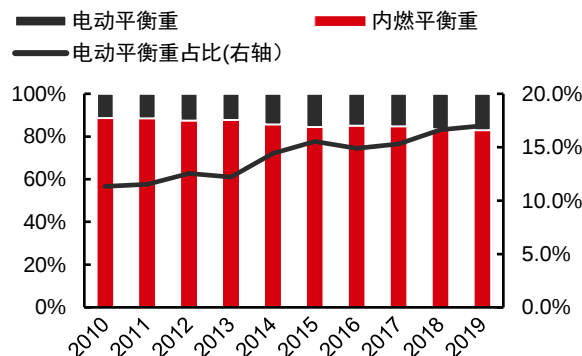
过去十年我国电动平衡重叉车销量占比持续提升，但仍远低于欧美等发达国家水平。我国平衡重叉车销售中，电动平衡重占比从 2010 年 11.3% 提升至 2019 年的 17%，总体呈缓慢提升趋势。销量比例看，与美日欧等发达国家相比，我国电动平衡重叉车销量占比偏低。未来我国电动平衡重叉车渗透率仍有较大提升空间。

图 25：2017 年主要国家平衡重叉车销售结构占比示意



资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

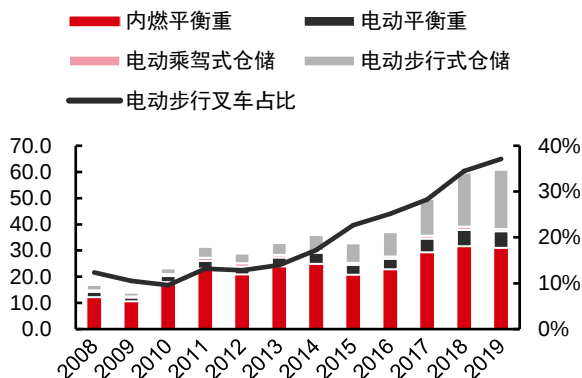
图 26：我国电动平衡重叉车占比逐年提升



资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

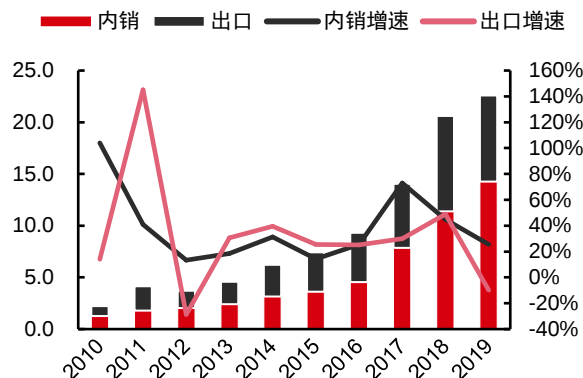
**电动步行式仓储叉车替代存量板车，未来成长空间巨大。**电动步行式仓储叉车销量从 2009 年的 1.5 万台增长至 2019 年的 22.6 万台，CAGR 达 31%。电动步行式仓储叉车在我国叉车销量中的占比由 2009 年的 10.9% 快速提升至 2019 年的 37%，电动步行式仓储叉车已成为影响我国叉车销量增速的重要力量。

图 27：我国历年电动步行式仓储叉车销量及占比（万台）



资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

图 28：我国历年电动步行式仓储叉车内外销情况及增速（万台）



资料来源：Wind，中信证券研究部

**电动步行式仓储叉车本质上是电动化板车，替代传统人力板车已到经济性拐点。**板车主要用于在制造业、物流周转领域的各类货物转运。根据行业调研，与板车相比电动步行式仓储叉车可使搬运员工综合作业效率提升 20%~50%。当前电动步行式仓储叉车市场售价在 1.5 万元左右，而普通板车价格不足 2000 元。虽然价差巨大，但考虑到效率提升减少搬运工数量，采购电动步行式仓储叉车替代板车一年即可实现综合成本持平。此外，电动步行式仓储叉车可大幅降低搬运工的劳动强度，随着我国人口红利逐渐消退，各地招工难现象频发，电动步行式仓储叉车可创造更好的工作环境从而为企业增加人才吸引力。

图 29：电动步行式仓储叉车替代人工板车作业

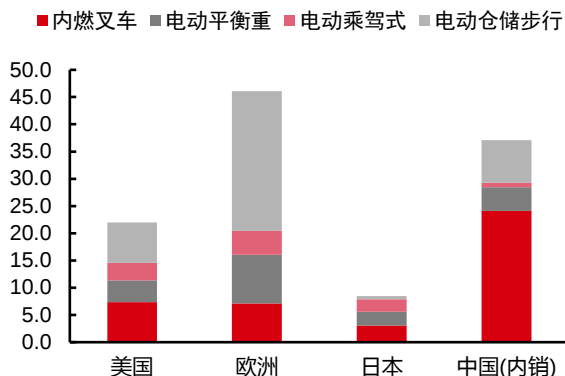


资料来源：导购网，中信证券研究部绘制

**与欧美等发达国家相比，我国电动步行式仓储叉车仍有不小提升空间。**欧美发达国家电动步行式仓储叉车销量绝对额和销量占比均明显高于我国，未来国内电动步行式仓储叉车销量绝对额和占比提升空间仍然广阔。根据工程机械协会发布的《2018 年国内工业车辆行业概况》所示，2018 年我国板车销量 159.8 万台，按照设备 5~10 年更新估算及考虑出口因素，估测我国板车保有量应在 800~1000 万台左右。过去十年间电动步行式仓储叉

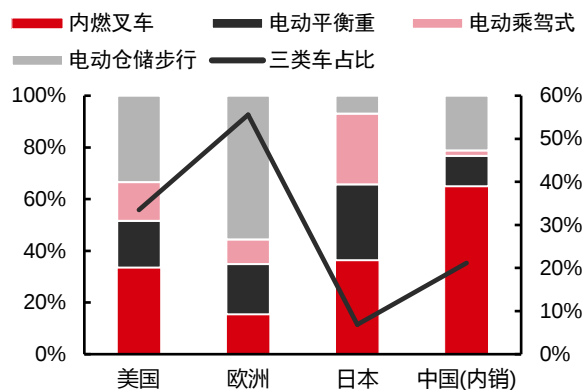
车内销总计约 53 万台，按照对传统板车 30%替代率估算，未来我国电动步行式仓储叉车内销销量应达到 30 万台级别。

图 30：2017 年中美欧日各类型叉车销量结构（万台）



资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

图 31：2017 年中美欧日电动步行式叉车（三类车）占比

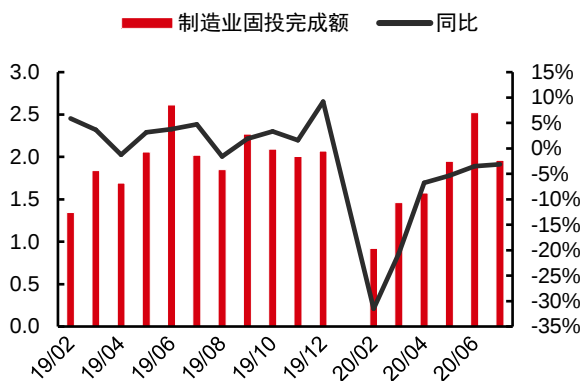


资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

## 2020 年制造业投资超预期，叉车行业需求有望迎来 2~3 年景气周期

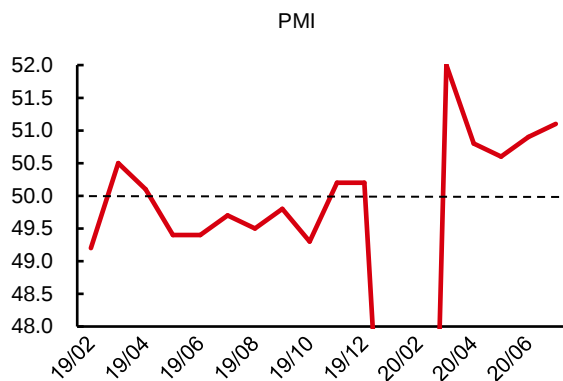
疫情得到有效控制后我国制造业景气度及固投恢复超预期。2020 年全球新冠疫情对制造业需求和生产带来极大负面冲击，2 月份 PMI 和制造业固投出现“断崖式”下滑。随着疫情得到有效控制以及海外疫情持续发酵，我国制造业生产在全球率先复苏，过去 4 个月下游需求持续强劲，PMI 持续 5 个月处于枯荣线以上，需求恢复超预期。

图 32：我国月度制造业固投金额及同比增速（万亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

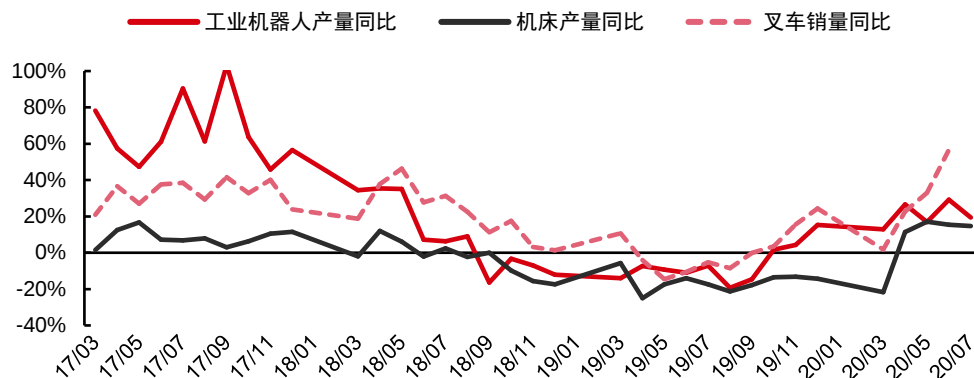
图 33：我国制造业 PMI 月度数据



资料来源：Wind，中信证券研究部

制造业相关核心设备品类产/销量快速增长，下游需求景气超预期。与制造业需求密切相关的核心设备：机床、工业机器人、叉车等品类数据在疫情过后销量均快速增长。从柏楚电子业绩及订单看，与制造业投资相关的激光钣金切割设备需求亦超预期增长（原本预期行业需求下滑）。在所有品类数据中，叉车销量数据同比增速最高，且增速还在逐步上行，业绩弹性最大。

图 34：我国近年来制造业相关核心设备品类产/销量同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

**本轮叉车销量景气有望持续 2~3 年。**从过去十年历史经验看，叉车总销量从 2009 年的 13.9 万台增长至 2019 年的 60 万台，具备较好的成长性。其销量增速具有明显的周期性，通常 3~4 年为一个周期波动。主要原因是受下游制造业自身景气周期和国家经济政策周期影响。本轮叉车销量景气周期上行始于 2019 年 Q3，2020 年初疫情暂缓了行业本身的复苏趋势，但随着国内疫情得到有效控制和生产的恢复，叉车销售延续景气周期。未来随着疫情后国家经济刺激政策加码，我们预计本轮叉车销售景气周期有望持续 2~3 年。

图 35：过去十年我国叉车销量月度同比增速（三个月平滑）



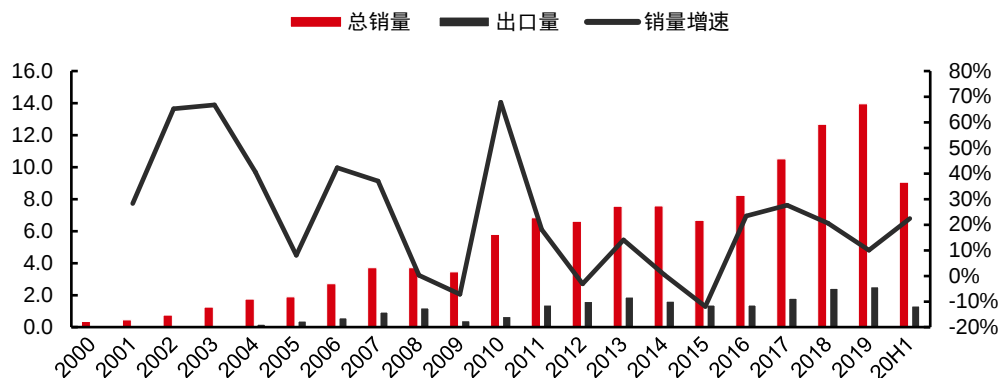
资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 公司分析：市占率攀升，募资扩产锂电池叉车

### 过去二十年公司叉车业务快速成长，产品市占率持续提升

过去 20 年杭叉集团叉车销量增长 34 倍，CAGR 达 21.3%。公司与国企性质的安徽合力并列为国内叉车行业双巨头。目前公司产品线已覆盖内燃叉车、电动叉车、集装箱专用叉车、以及 AGV 智能工业车辆等多品种的叉车类产品。公司叉车销量从 2000 年的 0.4 万台大幅增长至 2019 年的 13.9 万台，过去 19 年销量增长 CAGR 达 21.3%。

图 36：杭叉叉车过去 20 年销量及增速（万台）



资料来源：公司调研，中信证券研究部

**过去十年公司在全球排名持续提升。**从全球范围看，2019 年日本丰田和德国凯傲收入规模分别为 133.6 亿美元和 71.3 亿美元，牢牢占据全球叉车企业排名前列。杭叉在全球排名从 2010 年的第十四上升至 2019 年的第八名，以杭叉、合力为主的中国叉车企业在全市场地位和竞争力不断提升。

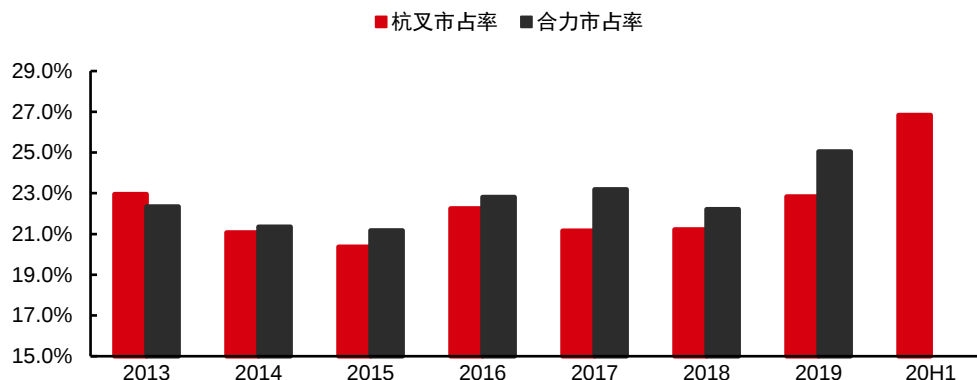
表 4：全球历年叉车企业收入规模排行

|      | 1  | 2  | 3   | 4   | 5  | 6   | 7   | 8  | 9   | 10  | 11  | 12   | 13  | 14   | 15   |
|------|----|----|-----|-----|----|-----|-----|----|-----|-----|-----|------|-----|------|------|
| 2008 | 丰田 | 凯傲 | 永恒力 | 纳科  | 三菱 | 卡尔玛 | 科朗  | 小松 | 曼尼通 | 合力  | 日产  | 梯西安姆 | 斗山  | 杭叉   | 力至优  |
| 2010 | 丰田 | 凯傲 | 永恒力 | 科朗  | 纳科 | 三菱  | 小松  | 日产 | TCM | 合力  | 力至优 | 克拉克  | 斗山  | 杭叉   | 现代   |
| 2013 | 丰田 | 凯傲 | 永恒力 | 海斯特 | 科朗 | 三菱  | 优嘉力 | 合力 | 杭叉  | 小松  | 克拉克 | 斗山   | 现代  | 龙工   | 台励福  |
| 2016 | 丰田 | 凯傲 | 三菱  | 永恒力 | 科朗 | 海斯特 | 合力  | 斗山 | 杭叉  | 克拉克 | 小松  | 现代   | 康姆比 | 浙江中力 | 科尼   |
| 2019 | 丰田 | 凯傲 | 永恒力 | 三菱  | 科朗 | 海斯特 | 合力  | 杭叉 | 斗山  | 克拉克 | 小松  | 现代   | 龙工  | 康姆比  | 浙江中力 |

资料来源：美国《现代物料搬运杂志》，中信证券研究部

**疫情影响促使龙头市占率提升，杭叉 2020 年上半年市占率达 26.8%。**合力与杭叉为我国叉车领域双龙头，2019 年以前两家公司市占率均在 20%~23%波动。2019 年以来，两家公司市占率明显提升。进入 2020 年后，因为疫情影响，规模较小的企业供应链及运输销售均受影响，合力、杭叉两家龙头企业复工复产更及时，且采取降价等促销方式，市占率明显提升。杭叉 2020 年上半年市占率已达 26.8%，较 2019 年提升 4pcts，呈进一步提升的趋势。

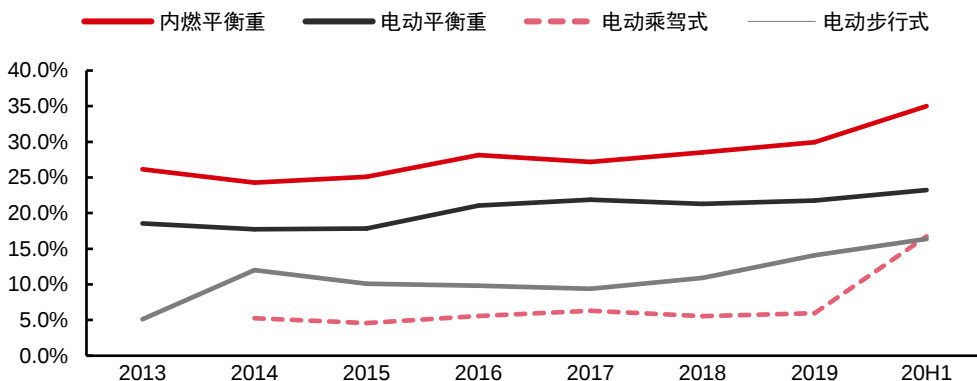
图 37：杭叉近年来各叉车品类在国内市占率（含出口）



资料来源：公司调研，中信证券研究部

从叉车类型上看，杭叉在所有品类市占率均在提升，内燃平衡重叉车优势明显。从叉车分类型来看，过去五年杭叉在四大主要类别叉车的产品市占率均在持续提升，并且 2020 年市占率提升有加速趋势。其中公司 2020 年上半年在内燃平衡重叉车品类的市占率已经达到 35%，优势地位明显。在行业增速最快的电动步行式叉车领域，杭叉市占率尚落后于最大竞争对手安徽合力。主要原因是安徽合力在 2011 年收购国内仓储叉车龙头宁波力达，极大填补了合力在电动仓储叉车领域的产能和技术短板。而杭叉过去偏重于平衡重类叉车，步行式仓储叉车主要与浙江中力合作，杭叉 2015 年开始布局仓储类叉车产品线。2017 年以来公司在电动步行式仓储叉车份额明显提升，目前看仍有较大提升空间。

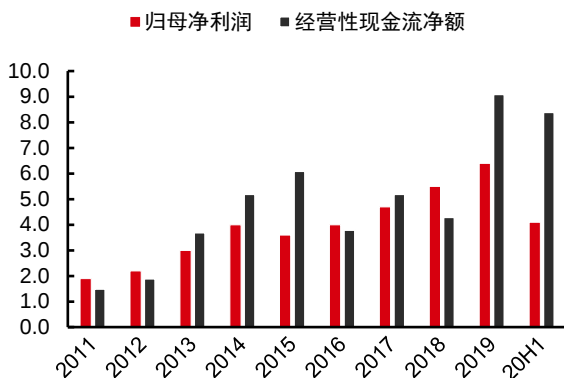
图 38：杭叉近年来各叉车品类在国内市占率（含出口）



资料来源：公司调研，中信证券研究部

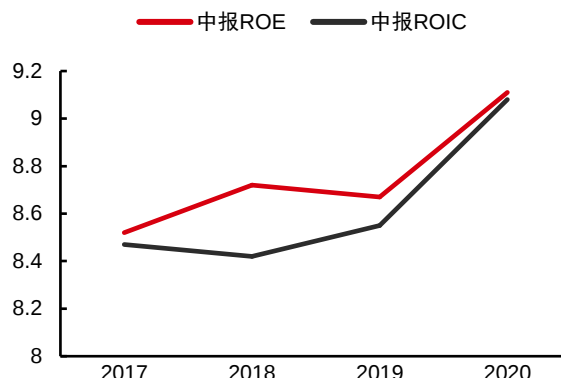
公司具备较好的产业链优势地位，盈利能力持续提升。公司历史上经营性现金流净额常高于归母净利润，2019 年、2020H1 优势进一步扩大，反映公司在产业链中优势地位持续巩固提升。上市以来，公司 ROE、ROIC 持续上行，说明公司在行业激烈竞争的同时，保持了较好的盈利能力并不断提升。

图 39：公司归母净利润与经营性现金流比较（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 40：过去三年公司盈利能力持续提升



资料来源：Wind，中信证券研究部

**管理层集体持股，公司利益与管理层绑定一致。**公司实际控制人为仇建平先生，公司董事长、总经理、技术总监、财务总监在内的管理团队均在上市公司持有一定比例股份。通过核心骨干持股，将公司核心管理层个人利益与公司业绩紧密融合一致，强化了经营管理骨干的责任心和风险意识，公司员工的积极性被充分调动。

表 5：杭叉集团 2020 年 6 月管理层持股情况

| 股东  | 高管职位        | 持股数（万股） | 持股比例（%） |
|-----|-------------|---------|---------|
| 赵礼敏 | 董事长、总经理     | 2,002.4 | 2.31%   |
| 徐利达 | 董事、财务总监     | 546.6   | 0.63%   |
| 陈伟强 | 技术总监        | 460.6   | 0.53%   |
| 金志号 | 总设计师        | 417.6   | 0.48%   |
| 陈赛民 | 总经理助理,董事会秘书 | 360.3   | 0.42%   |
| 徐征宇 | 董事、总设计师     | 248.8   | 0.29%   |
| 王国强 | 营销总监,总经理助理  | 71.6    | 0.08%   |
| 金华曙 | 生产总监        | 57.3    | 0.07%   |
| 任海华 | 副总经济师       | 57.3    | 0.07%   |
| 周素华 | 副总工程师       | 57.3    | 0.07%   |
| 李元松 | 副总工程师       | 28.7    | 0.03%   |

资料来源：Wind，中信证券研究部

## 发行可转债扩产锂电池叉车，引领叉车电动化大趋势

公司近年来大力拓展锂电池叉车、氢燃料电池叉车业务，2020 年收入有望达 10 亿。近年来，公司大力发展新能源叉车，在锂电池叉车领域，公司自主研发电机、电控系统，电池方面与宁德时代深度合作绑定，公司已成为行业内锂电池叉车产品系列最齐全的企业。根据公司半年报投资者电话交流会信息，2020 年上半年公司锂电池叉车销售额在 5 亿左右，销量在 1 万台左右，我们预计公司锂电池叉车业务全年销售额在 10 亿左右。氢燃料电池叉车方面，目前部分车型已开发完成，公司在天津等补贴政策较好地区开始试用导入。

图 41：公司锂电池叉车相关产品



资料来源：公司年报

锂电池叉车相较现在广泛使用的铅酸电池优势明显，是未来电动叉车发展大趋势。目前锂电池叉车主要采用磷酸铁锂电池。近年来随着新能源汽车产业快速发展，磷酸铁锂电池成本明显下降。以 3 吨重的平衡重叉车为例，根据行业调研可知，目前 3 吨级别内燃平衡重叉车市场价格在 5~6 万左右，铅酸电池叉车市场价格约 10 万，磷酸铁锂电池叉车售价约 12~13 万。当前磷酸铁锂电池叉车价格仅比铅酸电池叉车高 20%左右，未来随着锂电池技术的发展，成本还有进一步下降的空间。相比铅酸电池，磷酸铁锂电池叉车具有能量密度高、充电速度快、充放电次数长、维护成本低的优点，是未来电动叉车发展的主流路线。

表 6：磷酸铁锂电池叉车与铅酸电池叉车技术指标对比

| 电池指标   | 铅酸电池       | 磷酸铁锂电池    |
|--------|------------|-----------|
| 充放电效率  | 80%        | ≥97%      |
| 自放电率   | 10%/月      | 3%/月      |
| 充电时间   | 8~10h      | 2h        |
| 能量密度   | 40Wh/kg    | 100Wh/kg  |
| 功率密度   | 300W/kg    | 1600W/kg  |
| BMS    | 无          | 有         |
| 适用环境温度 | -40~50° C  | -25~50° C |
| 初次购入成本 | 低          | 高         |
| 充放电次数  | 800~1000 次 | ≥3000 次   |
| 充电费用   | 高          | 低         |
| 维护成本   | 高          | 低         |

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司拟发行 12 亿元可转债用于锂电池叉车扩产等项目，快速扩充锂电池叉车产能。公司近期发布公告，拟公开发行 A 股可转债，募集资金总额不超过人民币 12 亿元，募

集资金将用于锂电池叉车产能扩产、研发中心升级及信息化、网络化建设项目。本项目拟使用公司横畈厂区、青山厂区的现有厂房及部分空置土地新建新能源电池组装厂房，购置焊接、涂装、锂电池组装、整车组装等自动化生产线，实现年产 6 万台新能源叉车产能（2020 年公司锂电池叉车销量预计在 2 万台左右）。本次新产能建设有望紧跟新能源叉车快速发展的趋势，巩固公司在新能源叉车领域的先发优势。

表 7：杭叉本次发行可转债募资金用途（万元）

| 序号 | 项目名称               | 项目总投资额    | 拟投入募集资金金额 |
|----|--------------------|-----------|-----------|
| 1  | 年产 6 万台新能源叉车建设投资项目 | 84,247.3  | 84,247.3  |
| 2  | 研发中心升级建设项目         | 17,927.4  | 17,927.4  |
| 3  | 集团信息化升级建设项目        | 8,439.9   | 8,439.9   |
| 4  | 营销网络及叉车体验中心建设项目    | 9,385.3   | 9,385.3   |
|    | 合计                 | 120,000.0 | 120,000.0 |

资料来源：公司公告，中信证券研究部

**募投产能达产后将新增 6 万台锂电池叉车产能，预计新增年平均利润（税后）2.96 亿元。**根据上市公司公告，年产 6 万台新能源叉车建设投资建设期预计为 2 年，项目总投资 8.4 亿元。公司测算项目总投资的财务内部收益率（税后）为 22.5%，运营期年平均利润（税后）为 2.96 亿元，为公司未来三年业绩增长提供强有力支持。

## ■ 风险因素

钢材成本大幅上涨、宏观经济向下、国际贸易政策及汇率大幅波动、可转债发行及募投项目建设进展不及预期等风险。

## ■ 盈利预测及关键假设

### 关键假设

1. 2020~2022 年我国叉车行业增速 CAGR 在 15%左右。
2. 2020~2022 年叉车市场价格年均降幅在 5%以内。
3. 钢材价格维持稳定，原材料成本维持稳定。

### 盈利预测

表 8：杭叉集团业绩预测（百万元）

|             | 2017          | 2018          | 2019          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|-------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b> | <b>7003.7</b> | <b>8442.6</b> | <b>8854.1</b> | <b>10593.2</b> | <b>12678.6</b> | <b>15179.4</b> |
| 叉车&配件       | 6703.9        | 8145.5        | 8642.8        | 10371.4        | 12445.6        | 14934.8        |
| 其他          | 299.9         | 297.1         | 211.3         | 221.9          | 233.0          | 244.6          |
| <b>营业成本</b> | <b>5493.4</b> | <b>6704.9</b> | <b>6966.9</b> | <b>8397.5</b>  | <b>10046.4</b> | <b>12023.5</b> |
| 叉车&配件       | 5214.8        | 6432.7        | 6784.3        | 8193.4         | 9832.1         | 11798.5        |
| 其他          | 278.5         | 272.3         | 182.6         | 204.1          | 214.3          | 225.0          |

|             | 2017          | 2018          | 2019          | 2020E         | 2021E         | 2022E         |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>毛利</b>   | <b>1510.4</b> | <b>1737.7</b> | <b>1887.2</b> | <b>2195.7</b> | <b>2632.2</b> | <b>3155.9</b> |
| 叉车&配件       | 1489.0        | 1712.8        | 1858.5        | 2178.0        | 2613.6        | 3136.3        |
| 其他          | 21.4          | 24.9          | 28.7          | 17.7          | 18.6          | 19.6          |
| <b>毛利率</b>  | <b>22%</b>    | <b>21%</b>    | <b>21%</b>    | <b>21%</b>    | <b>21%</b>    | <b>21%</b>    |
| 叉车&配件       | 22%           | 21%           | 22%           | 21%           | 21%           | 21%           |
| 其他          | 7%            | 8%            | 14%           | 8%            | 8%            | 8%            |
| <b>收入增速</b> | <b>30%</b>    | <b>21%</b>    | <b>5%</b>     | <b>20%</b>    | <b>20%</b>    | <b>20%</b>    |
| 叉车&配件       | 32%           | 22%           | 6%            | 20%           | 20%           | 20%           |
| 其他          | 1%            | -1%           | -29%          | 5%            | 5%            | 5%            |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

我们预计下游需求高景气和市占率提升将促使公司未来三年维持 20%左右收入增速。预计公司 2020~2022 年归母净利润为 8.4/10.5/13.0 亿元，CAGR 26%。考虑当前行业景气度、电动化带来的市场规模扩大逻辑以及公司自身业绩增长趋势，建议给予公司 2021 年归母净利润 20 倍 PE 估值水平，对应目标价 24.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

| 利润表          |        |        |        |        |        | 资产负债表         |       |       |       |       |       |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (百万元)        |        |        |        |        |        | (百万元)         |       |       |       |       |       |
| 指标名称         | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  | 指标名称          | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入         | 8,443  | 8,854  | 10,593 | 12,679 | 15,179 | 货币资金          | 711   | 671   | 910   | 1,504 | 2,545 |
| 营业成本         | 6,705  | 6,967  | 8,397  | 10,046 | 12,024 | 存货            | 1,057 | 961   | 1,222 | 1,364 | 1,516 |
| 毛利率          | 20.58% | 21.31% | 20.73% | 20.76% | 20.79% | 应收账款          | 669   | 669   | 783   | 903   | 1,027 |
| 营业税金及附加      | 48     | 36     | 43     | 51     | 61     | 其他流动资产        | 1,454 | 1,062 | 1,092 | 1,106 | 1,133 |
| 销售费用         | 492    | 527    | 614    | 710    | 835    | 流动资产          | 3,891 | 3,363 | 4,006 | 4,878 | 6,220 |
| 营业费用率        | 5.83%  | 5.95%  | 5.80%  | 5.60%  | 5.50%  | 固定资产          | 965   | 1,239 | 1,459 | 1,657 | 1,645 |
| 管理费用         | 271    | 298    | 339    | 380    | 425    | 长期股权投资        | 168   | 1,189 | 1,189 | 1,189 | 1,189 |
| 管理费用率        | 3.21%  | 3.36%  | 3.20%  | 3.00%  | 2.80%  | 无形资产          | 271   | 274   | 274   | 273   | 273   |
| 财务费用         | (15)   | (19)   | (17)   | (26)   | (44)   | 其他长期资产        | 330   | 214   | 222   | 232   | 246   |
| 财务费用率        | -0.17% | -0.22% | -0.16% | -0.21% | -0.29% | 非流动资产         | 1,734 | 2,916 | 3,143 | 3,352 | 3,353 |
| 投资收益         | 97     | 128    | 160    | 180    | 200    | 资产总计          | 5,626 | 6,279 | 7,150 | 8,230 | 9,574 |
| 营业利润         | 716    | 818    | 909    | 1,142  | 1,420  | 短期借款          | 22    | 28    | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润率        | 8.48%  | 9.24%  | 8.58%  | 9.00%  | 9.36%  | 应付账款          | 1,106 | 1,173 | 1,428 | 1,728 | 2,104 |
| 营业外收入        | 12     | 7      | 10     | 10     | 10     | 其他流动负债        | 267   | 328   | 391   | 439   | 500   |
| 营业外支出        | 2      | 2      | 2      | 2      | 2      | 流动负债          | 1,395 | 1,530 | 1,819 | 2,167 | 2,604 |
| 利润总额         | 725    | 823    | 917    | 1,150  | 1,428  | 长期借款          | 8     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 所得税          | 113    | 108    | 119    | 149    | 186    | 其他长期负债        | 22    | 63    | 63    | 63    | 63    |
| 所得税率         | 15.61% | 13.18% | 13.00% | 13.00% | 13.00% | 非流动性负债        | 29    | 65    | 65    | 65    | 65    |
| 少数股东损益       | 66     | 70     | (40)   | (50)   | (62)   | 负债合计          | 1,425 | 1,595 | 1,884 | 2,232 | 2,670 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 547    | 645    | 838    | 1,050  | 1,305  | 股本            | 619   | 619   | 866   | 866   | 866   |
| 净利率          | 6.47%  | 7.28%  | 7.91%  | 8.28%  | 8.59%  | 资本公积          | 958   | 961   | 714   | 714   | 714   |
|              |        |        |        |        |        | 归属于母公司所有者权益合计 | 3,852 | 4,311 | 4,932 | 5,714 | 6,683 |
|              |        |        |        |        |        | 少数股东权益        | 349   | 373   | 333   | 283   | 221   |
|              |        |        |        |        |        | 股东权益合计        | 4,201 | 4,684 | 5,266 | 5,998 | 6,904 |
|              |        |        |        |        |        | 负债股东权益总计      | 5,626 | 6,279 | 7,150 | 8,230 | 9,574 |

| 现金流量表        |      |      |      |       |       | 主要财务指标        |        |        |        |        |        |
|--------------|------|------|------|-------|-------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元)        |      |      |      |       |       | 指标名称          | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 税前利润         | 725  | 823  | 917  | 1,150 | 1,428 | 营业收入增长率       | 20.54% | 4.87%  | 19.64% | 19.69% | 19.72% |
| 所得税支出        | -113 | -108 | -119 | -149  | -186  | 营业利润增长率       | 15.78% | 14.31% | 11.15% | 25.56% | 24.39% |
| 折旧和摊销        | 110  | 155  | 180  | 201   | 212   | 净利润增长率        | 15.18% | 17.94% | 29.98% | 25.34% | 24.22% |
| 营运资金的变化      | -211 | 145  | -103 | 50    | 112   | 毛利率           | 20.58% | 21.31% | 20.73% | 20.76% | 20.79% |
| 其他经营现金流      | -79  | -99  | -160 | -185  | -220  | EBITDA Margin | 9.82%  | 10.88% | 10.58% | 10.84% | 10.92% |
| 经营现金流合计      | 432  | 915  | 715  | 1,067 | 1,347 | 净利率           | 6.47%  | 7.28%  | 7.91%  | 8.28%  | 8.59%  |
| 资本支出         | -647 | -261 | -400 | -400  | -200  | 净资产收益率        | 14.19% | 14.95% | 16.99% | 18.38% | 19.52% |
| 投资收益         | 97   | 128  | 160  | 180   | 200   | 总资产收益率        | 9.72%  | 10.27% | 11.72% | 12.76% | 13.63% |
| 其他投资现金流      | 235  | -612 | -8   | -11   | -15   | 资产负债率         | 25.32% | 25.40% | 26.35% | 27.12% | 27.89% |
| 投资现金流合计      | -315 | -744 | -248 | -231  | -15   | 所得税率          | 15.61% | 13.18% | 13.00% | 13.00% | 13.00% |
| 发行股票         | 18   | 30   | 0    | 0     | 0     | 股利支付率         | 33.97% | 33.60% | 32.00% | 32.00% | 32.00% |
| 负债变化         | 420  | 864  | -28  | 0     | 0     |               |        |        |        |        |        |
| 股息支出         | -186 | -217 | -217 | -268  | -336  |               |        |        |        |        |        |
| 其他融资现金流      | -452 | -909 | 17   | 26    | 44    |               |        |        |        |        |        |
| 融资现金流合计      | -199 | -231 | -228 | -242  | -292  |               |        |        |        |        |        |
| 现金及现金等价物净增加额 | -83  | -60  | 239  | 594   | 1,040 |               |        |        |        |        |        |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                                                                                                                      |      | 评级   | 说明                             |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上        |
|                                                                                                                                                                                                                                                                |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                                |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间  |
|                                                                                                                                                                                                                                                                |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上        |
|                                                                                                                                                                                                                                                                | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上        |
|                                                                                                                                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                                |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上        |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。