

叉车行业深度

“电动化+国际化”成为新增长点，叉车产业迎转型大势

首席证券分析师：周尔双
执业证书编号：S0600515110002
zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师：罗悦
执业证书编号：S0600120100013
luoyue@dwzq.com.cn

证券研究员：韦译捷
执业证书编号：S0600122080061
weiyj@dwzq.com.cn

2023年5月17日

“电动化+国际化”成为新增长点，叉车产业迎转型大势

● 推荐逻辑

● 受益“制造业复苏+电动化+机器替人”，短中长期增长逻辑清晰

叉车为核心物料搬运工具，由于应用场景更广，销量波动性显著低于传统工程机械，行业近五年销量复合增速16%。展望未来，我国叉车行业有望持续增长：**（1）短期看**，行业受益下游制造业回暖：复盘历史，叉车销量与制造业、交运物流业景气度关联度较强。2023年下游景气触底回升，4月中国PMI指数为49.2%，同比提升1.8pct，呈温和复苏态势。全年来看，制造业和物流业景气度有望持续回升。**（2）中期看**，高价值量平衡车锂电化带动产业规模提升：我国叉车业虽然在电动化上取得成就，2014-2022年内燃叉车销量占比从69%下滑至36%，但从结构看，电动机型以价值量低的三类车为主，价值量高、应用更广泛的平衡重叉车电动化率仍然较低。2021年我国平衡重叉车电动化率仅20%，低于全球30%水平。锂电化缩短了内燃平衡叉车和电动平衡叉车的差距，大幅提升电动叉车性价比，行业电动化加速带动产业转型。**（3）长期看**，机器替人下行业需求可持续。我国制造业、物流业自动化率仍有待提升：2012-2021年，从平均人均保有量看，我国仍不足欧、美、日的50%。从单位制造业产值对应保有量看，我国仅为美、日的80%，欧洲地区的50%。对比欧、美、日等发达经济体，我国叉车渗透率仍有较大提升空间。

● “电动化+国际化”成为新增长点，产业增速及利润率中枢有望上移

我们测算2022年全球叉车市场规模约1500亿元，其中海外市场约1100亿元，国内市场约400亿元。2022年国产双龙头杭叉集团、安徽合力全球收入份额20%，其中国内52%，海外8%，海外市场空间广阔。国产叉车相对海外品牌具备性价比、交期、锂电产业链领先三大优势，电动化赋能叉车全球化弯道超车，叉车龙头走向全球。2022年杭叉集团、安徽合力海外营收分别为50/46亿元，同比分别增长70%/57%，海外营收占比分别提升至35%/30%，海外已成为国产厂商成长的核心驱动力。电动叉车、出口叉车的单车价值量、利润率较高，叉车产品结构优化，带动产业增速及利润率中枢有望上移。

投资建议：建议关注锂电化最为领先的民营叉车龙头【杭叉集团】、估值持续修复的国企【安徽合力】、大车战略推进、智慧物流在手订单饱满的【诺力股份】

风险提示：市场竞争加剧，原材料价格波动，宏观经济波动，汇率波动风险

表：可比公司估值表

2023/5/16	公司	市值	归母净利润（亿元）				PE				2022-2025
代码		（亿元）	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	归母净利润CAGR
603298.SH	杭叉集团	182	9.9	12.5	15.3	18.4	18	15	12	10	23%
600761.SH	安徽合力	122	9.0	11.6	14.1	16.9	14	10	9	7	23%
603611.SH	诺力股份	55	4.0	5.1	6.5	8.4	14	11	9	7	28%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（杭叉集团为东吴预测，诺力股份、安徽合力为Wind一致预测）



叉车行业深度:

“电动化+国际化”成为新增长点，叉车产业迎转型大势

- 一、核心物料搬运机械，短中长期增长逻辑清晰

- 二、通用属性：受益制造业复苏+机器替人，叉车成长前景可观

- 三、电动化：经济性优势迎拐点，价值量及利润率双升

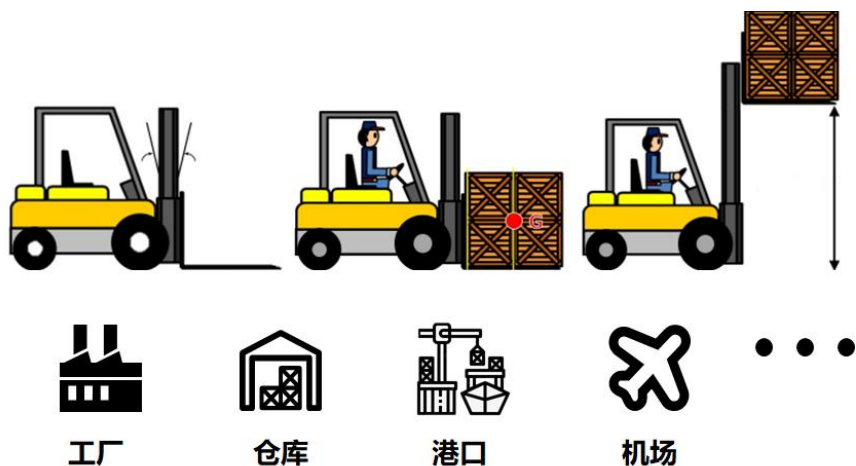
- 四、全球化：电动化赋能全球化弯道超车，叉车龙头走向全球

- 五、投资建议与风险提示

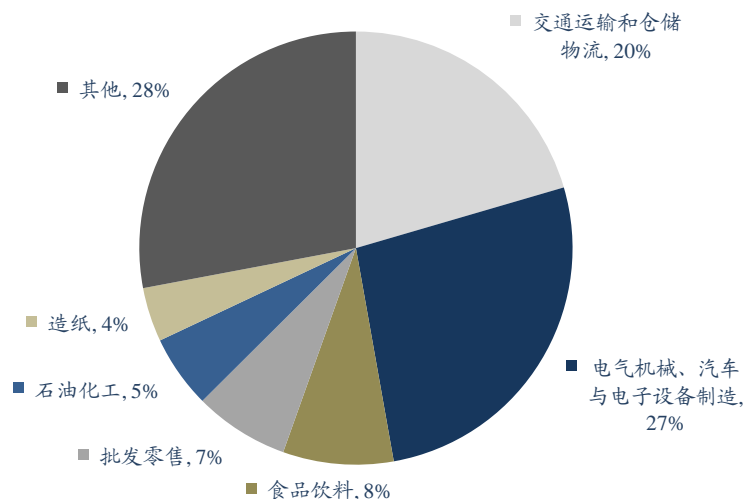
1.1 核心物料搬运设备，成长性强于周期性

- 叉车是应用最广的物料搬运工具，制造业和仓储物流占下游60%以上。叉车是一种用于货物装卸、堆垛和短距离运输的工业车辆。叉车带有用于装载物品的“叉”，和使叉上下移动的“门架”装置，可以将货物叉起，进行水平运输，也可以将叉取的货物进行垂直方向的堆码。叉车可以减少装卸工人的体力劳动，提高装卸效率，降低装卸成本。制造业和仓储业是叉车最大下游，占比在60%以上。

图：叉车的工作原理与应用场景

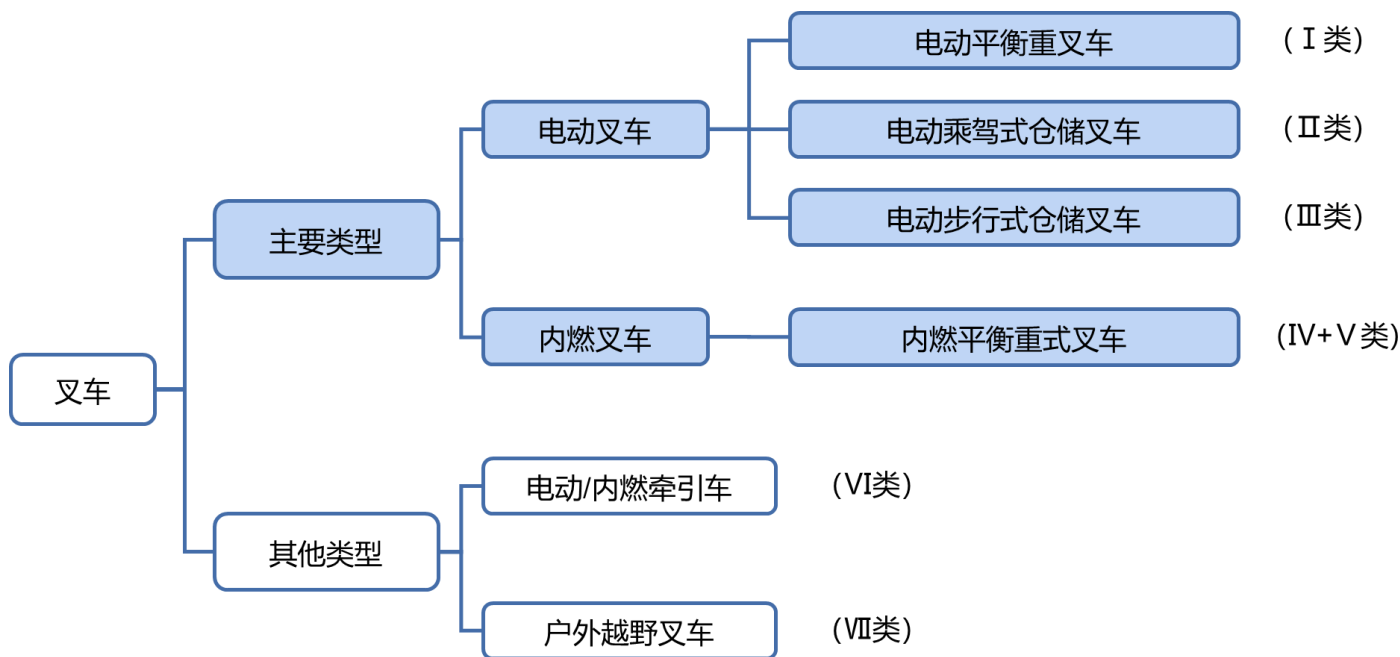


图：2020年制造业、物流仓储占叉车下游60%以上



1.1 核心物料搬运设备，成长性强于周期性

图：按应用领域和动力源，叉车可分为四大类



表：主流叉车的分类、特征和应用领域

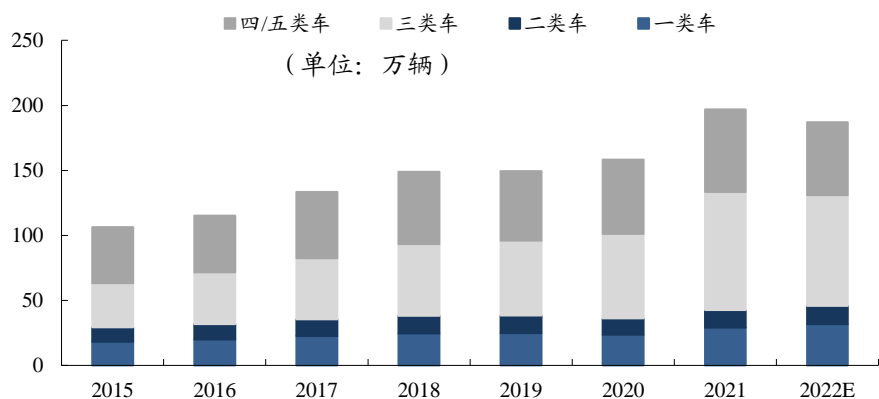
国际分类	国内分类	动力源	载荷能力	均价	结构特点	应用领域
IV+V类车	内燃平衡重叉车	内燃机	0-60吨	5-15万	有配重	广泛应用于工厂、仓库、港口、机场等需要装卸、堆垛、搬运货物的场所。
I类车	电动平衡重叉车	蓄电池	0-48吨	9-14万	有配重	和同级别内燃叉车一致。由于污染小、噪声低，多应用于对环境要求较高的场所，如医药、食品等行业
II类车	前移式叉车	蓄电池	0-3吨	12-18万	无配重	仓库
III类车	电动步行式仓储叉车	蓄电池	0-3吨	0.6-4万	无配重，相当于有电动助力的板车	

数据来源：杭叉集团招股书，杭叉集团官网，东吴证券研究所整理

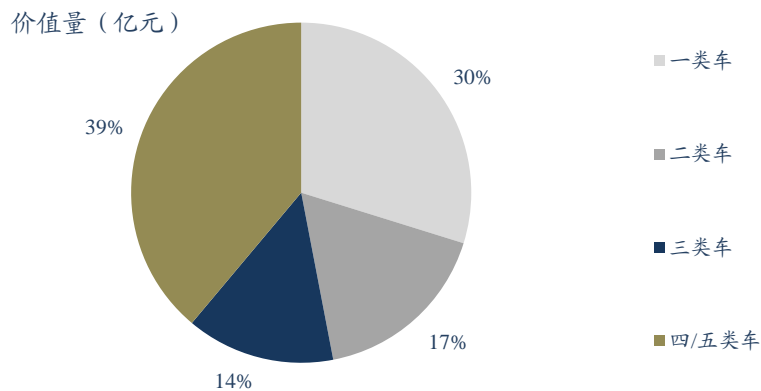
1.1 核心物料搬运设备，成长性强于周期性

- 2022年全球叉车销量约187万台。按销量，2022年全球一/二/三/四和五类叉车分别占比17%/8%/46%/30%，三类车占比最高。按价值量，2022年全球一/二/三/四和五类叉车分别占比30%/17%/14%/39%，四和五类车占比最高。
- 分区域看，欧洲和中国为叉车第一大销售市场。按销量，2022年欧洲/美国/中国/日本分别占比30%/10%/36%/4%。按价值量，2022年欧洲、中国分别占比26%/26%。

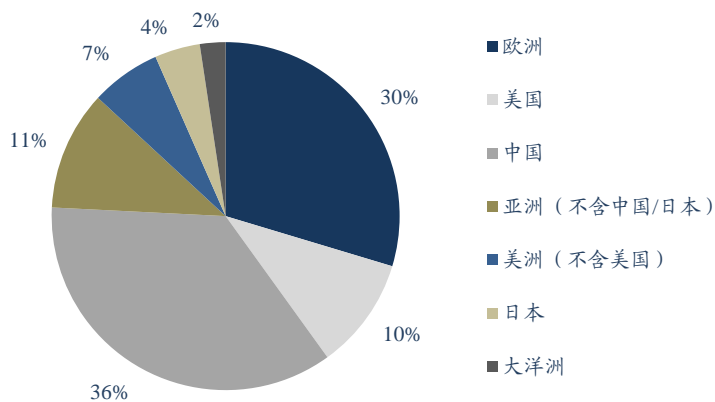
图：2022年全球叉车市场结构（按车型、销量）



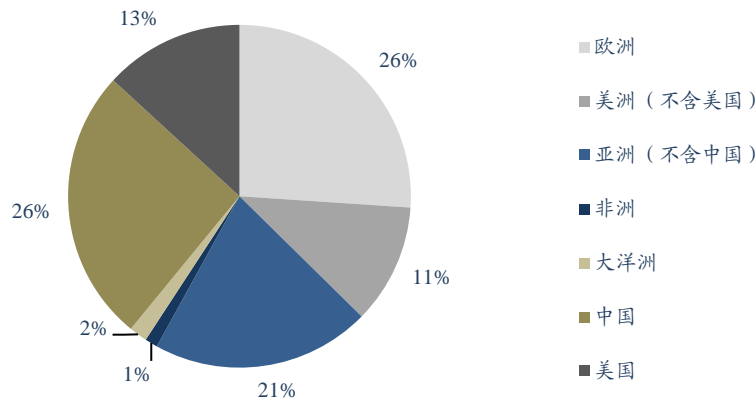
图：2022年全球叉车市场结构（按车型、价值量）



图：2022年全球叉车市场结构（按区域、销量）



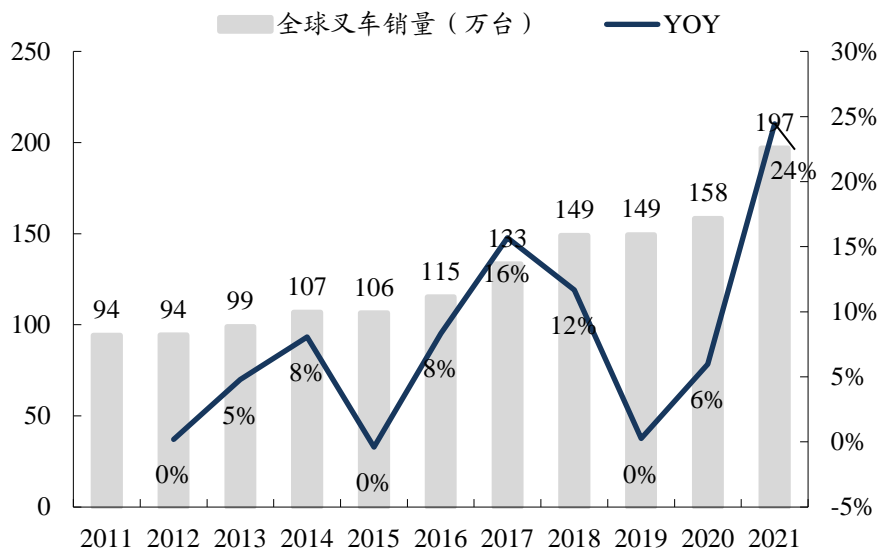
图：2022年全球叉车市场结构（按区域、价值量）



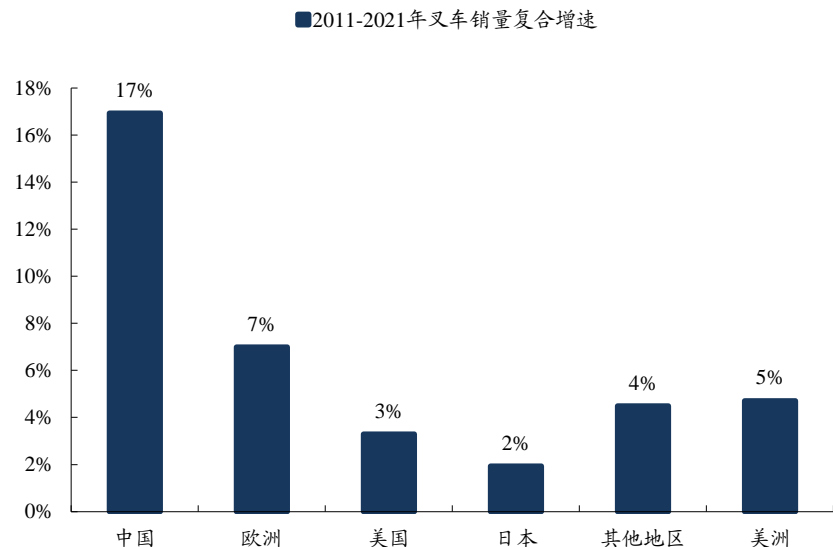
1.1 核心物料搬运设备，成长性强于周期性

- 叉车与传统工程机械逻辑不同，成长性大于周期性：1) 叉车单车价值量低，回本周期短。2) 下游不同：叉车下游以制造业和仓储物流为主，需求随着经济增长和物流业发展持续增长。3) 电动化难易度不同：叉车工况相对简单，充电更容易，对举升力要求也较低，电动化转型速度更快，带来更新替换需求。
- 2012-2021年全球叉车销量从94万台增长至197万台，复合增速9%，中国为增速最快市场之一。叉车需求量和制造业、物流业成熟程度高度相关，欧美日等发达国家和地区叉车应用已成熟，增速稳定，2012-2021年欧洲、美国、日本销量复合增速分别为7%、3%、2%。中国市场受益于制造业、物流业发展，同期复合增速达17%，领先全球，销量占全球比重也从20%提升至40%。

图：2021年全球叉车销量197万台，十年复合增速9%



图：2021-2021年中国市场叉车销量复合增速最快

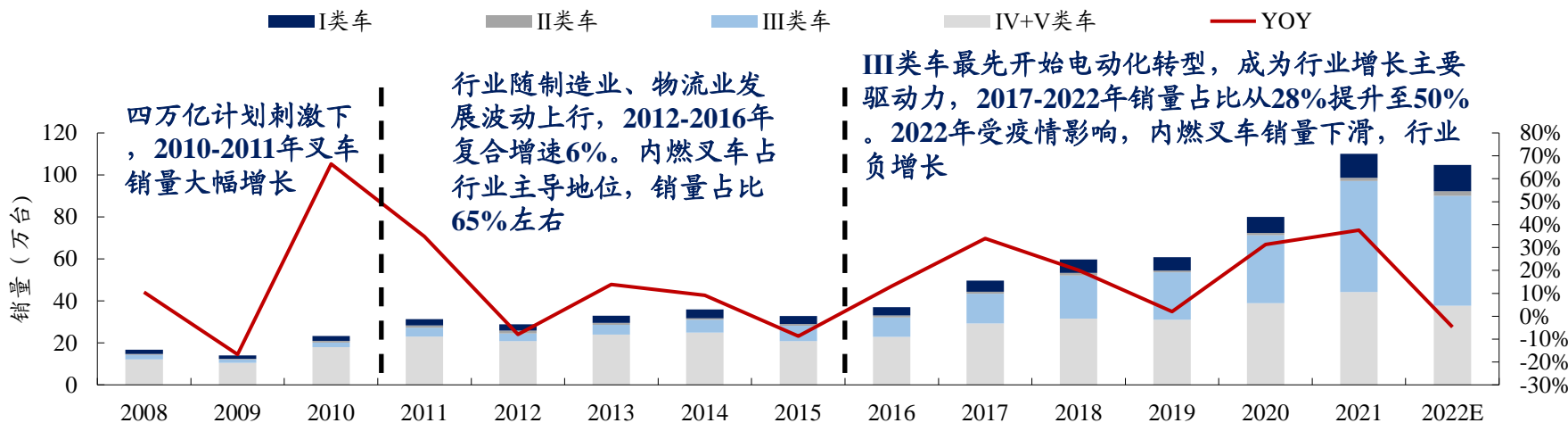


数据来源：WITS, Wind, 东吴证券研究所

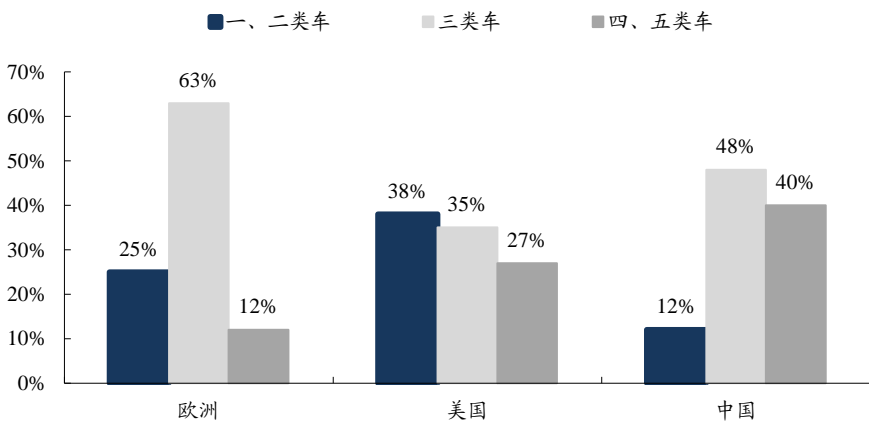
1.1 核心物料搬运设备，成长性强于周期性

- 我国叉车行业销量复盘：随制造业、物流业发展波动上行，电动三类车引领增长。
- 展望未来，我国叉车行业将从销量驱动转向结构驱动，四/五类车向一类车升级为主要驱动力。

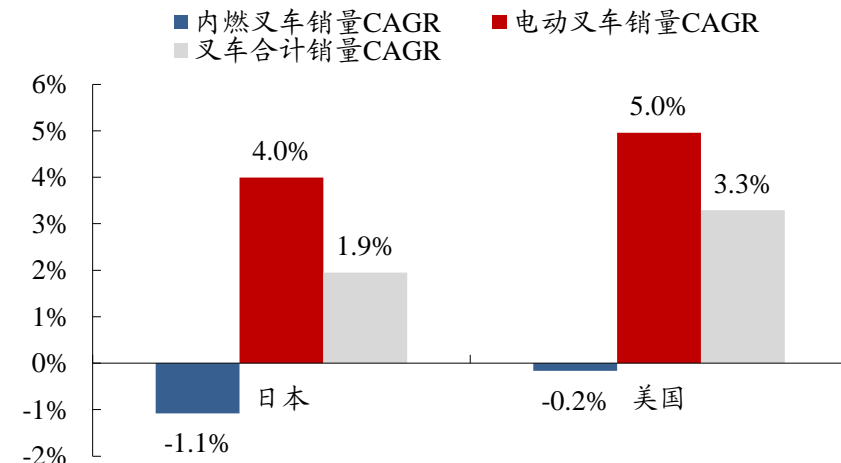
图：我国叉车行业销量复盘：随制造业、物流业发展波动上行



图：对比2021年欧、美叉车市场销售结构，中国一、二类车市场占比提升空间较大



图：2012-2021年美、日两国电动叉车销量增速明显快于内燃叉车

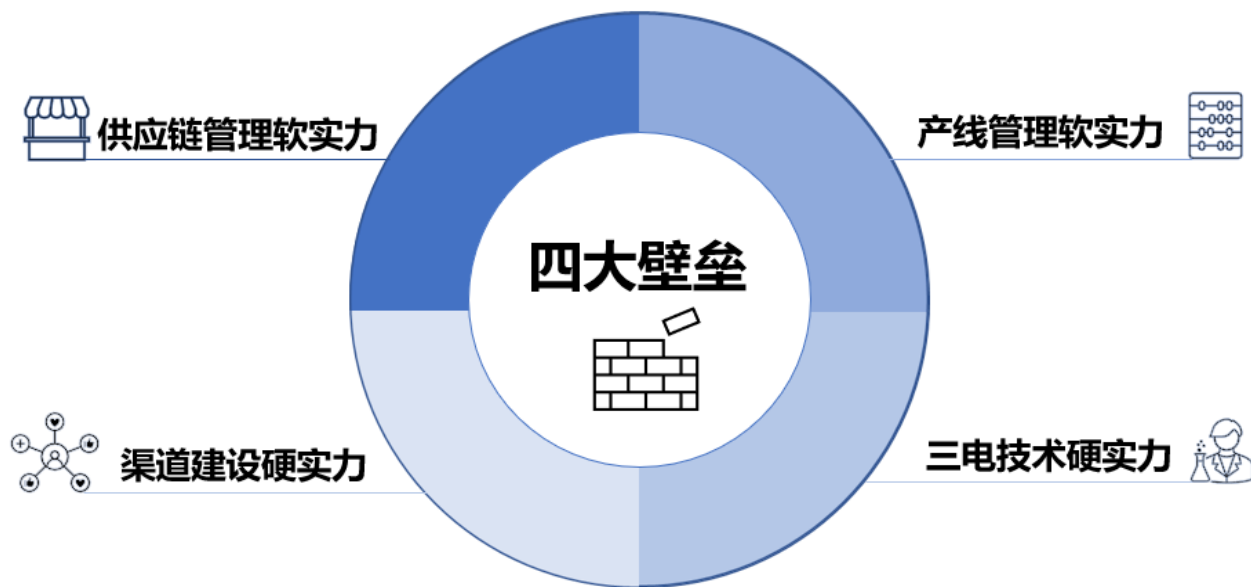


数据来源：WITS，Wind，东吴证券研究所整理

1.2 叉车行业龙头先发优势显著，行业格局稳定

- 叉车行业具备四大壁垒，龙头软硬实力均具，先发优势显著：
(1) **供应链管理软实力**：零部件种类多达2万个，供应商管理体系复杂。
(2) **产线管理软实力**：叉车具备多规格、多品种、定制化的特点，实现高效生产需花很长时间打造生产线和供应链。
(3) **渠道建设硬实力**：叉车下游客户分散，销售模式以点对点现销为主，对销售渠道、营销网络、后市场服务要求高。
(4) **三电技术硬实力**：环保政策收紧、三电技术成熟下，叉车电动化为必然趋势。龙头在产线建设、供应链管理、销售和后市场服务、电动化布局方面均具备先发优势，竞争实力持续增强。

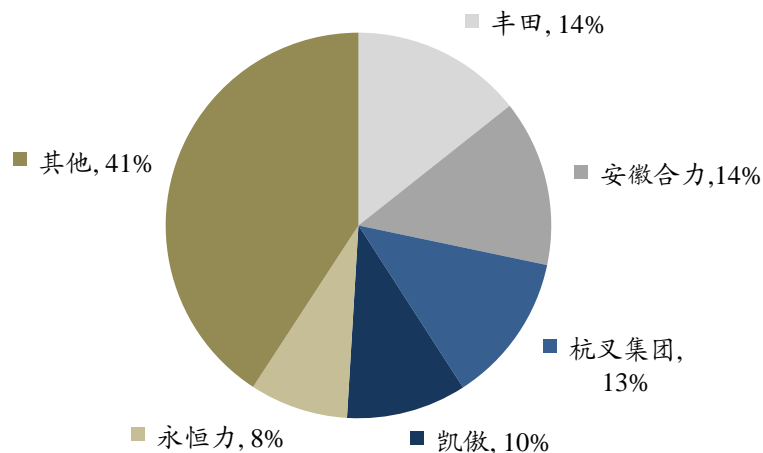
图：叉车行业核心壁垒



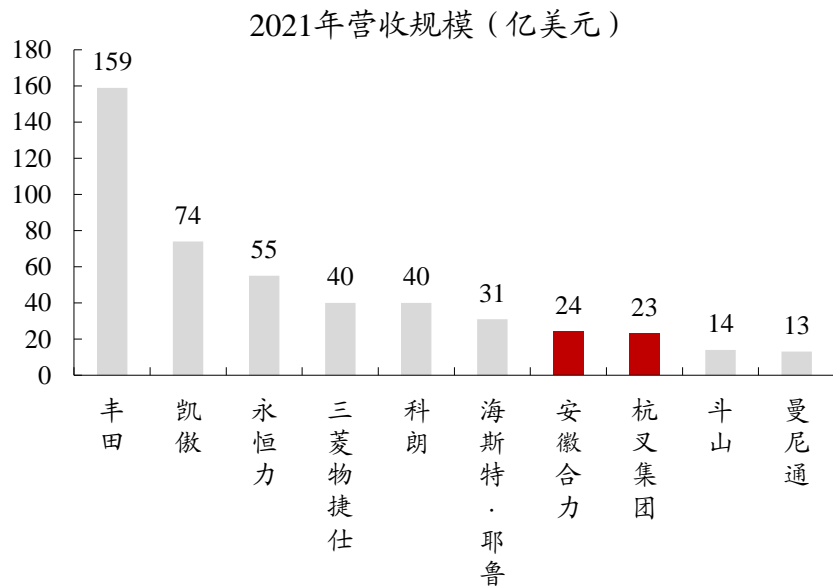
1.2 海外格局趋于稳定，前十大厂商排名基本无变动

- 海外叉车整机厂强手如云，竞争格局集中。叉车产业发展与工业发展高度相关。海外叉车的普及和应用较早，尤其是在德美日等工业强国。全球龙头丰田、凯傲（从林德分立出来）、永恒力等均成立于90年代，发展时间长、品牌影响力强。全球叉车市场已形成“一超多强”竞争格局，2015-2022年全球前十叉车厂排名无明显变动，竞争格局稳定。

图：2021年全球叉车行业竞争格局（按销量）



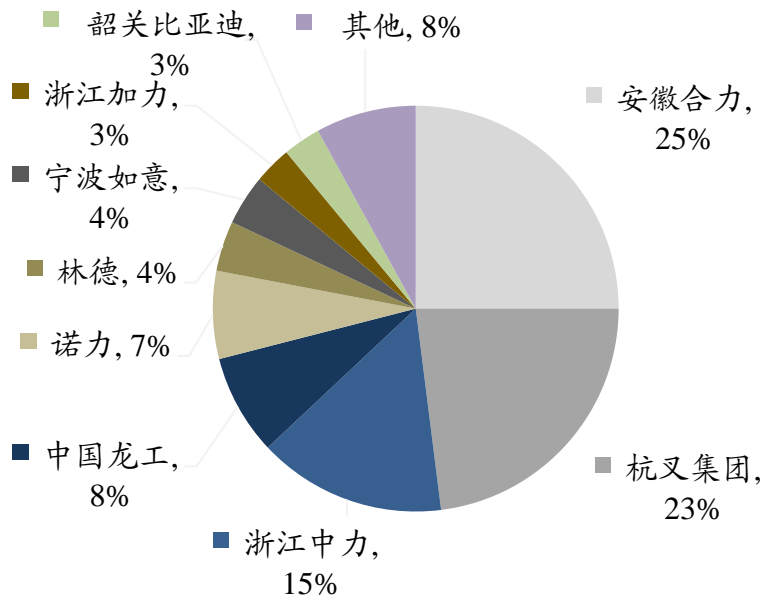
图：2021年主要叉车厂商营收规模对比



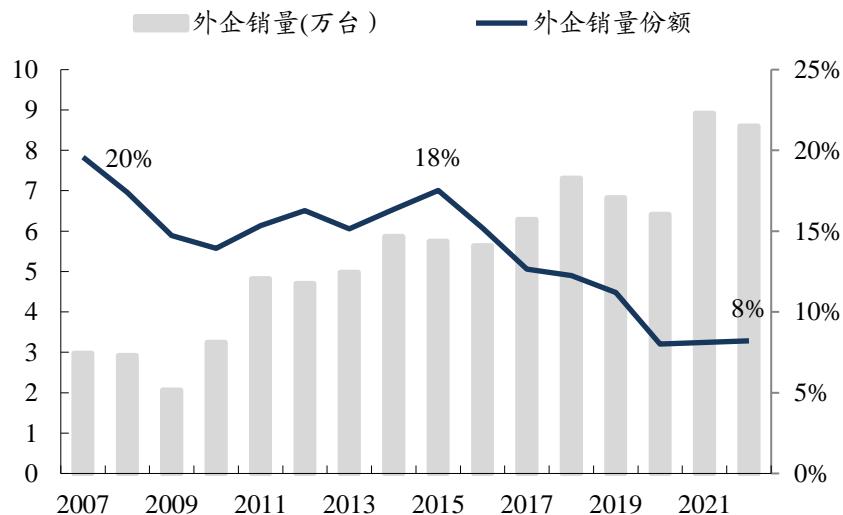
1.2 国内双寡头格局趋于稳定，海外份额提升空间广阔

- 国内叉车市场由安徽合力、杭叉集团双龙头主导，2021年合计份额近50%。国内叉车市场参与者众多，仅中叉网统计的主流整机厂就有52家。随着行业发展成熟，龙头竞争实力持续增强，已形成杭叉集团、安徽合力双寡头格局。
- 国产品牌凭借产业链、技术、品牌、后市场服务等优势抢占外资份额。外企叉车销量份额从2007年的20%下滑至2022年的8%。远期来看，国内市场强者恒强趋势仍有望延续。

图：2021年合力、杭叉行业销量份额分别为25%、23%



图：外企销量份额逐年下降，从2015年的18%下滑至2022年的8%





叉车行业深度:

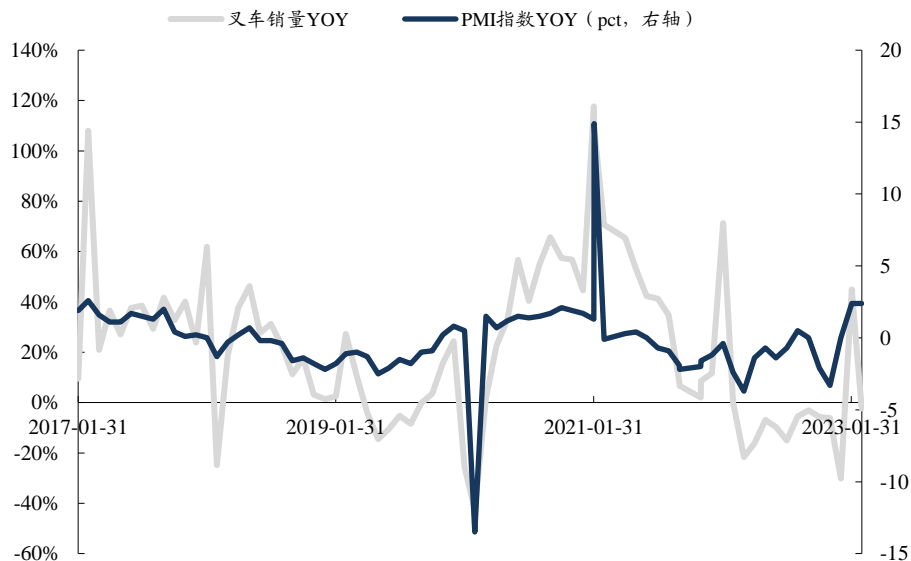
“电动化+国际化”成为新增长点，叉车产业迎转型大势

- 一、核心物料搬运机械，短中长期增长逻辑清晰
- 二、通用属性：受益制造业复苏+机器替人，叉车成长前景可观
- 三、电动化：经济性优势迎拐点，价值量及利润率双升
- 四、全球化：电动化赋能全球化弯道超车，叉车龙头走向全球
- 五、投资建议与风险提示

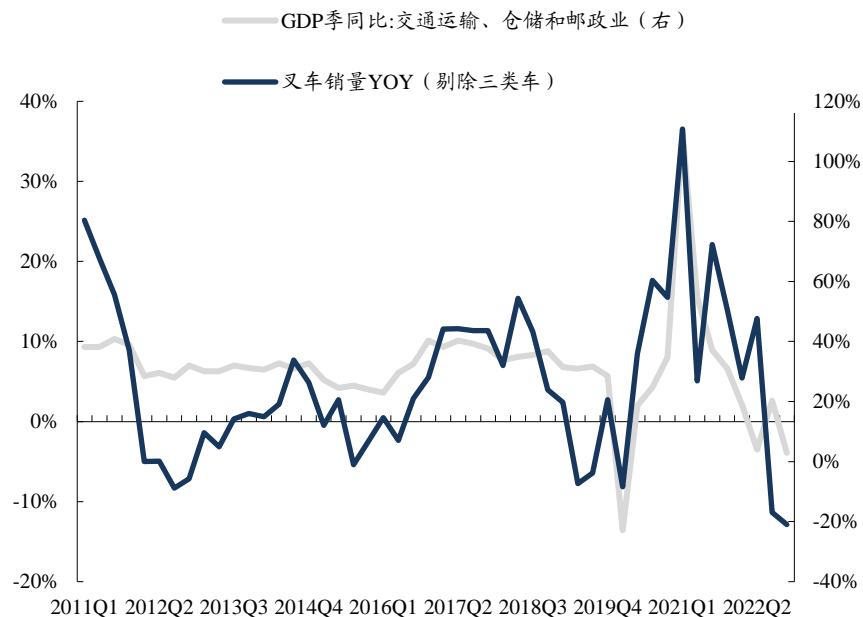
2.1 下游通用制造业复苏，带动叉车需求反弹

- 下游制造业回暖，叉车销量有望回升。受疫情影响，2022年叉车行业销量同比下滑6%，其中IV+V类主要用于户外作业，且个体商户、小微企业主占下游比重更高，下滑幅度较大。2022年底全面放开后，制造业景气回升，2023年4月中国PMI指数为49.2%，同比提升1.8pct，呈温和复苏趋势。全年来看，制造业和物流业景气度有望持续回升，行业电动化转型持续，2023年叉车内销有望回暖。

图：叉车销量与PMI指数相关性较强

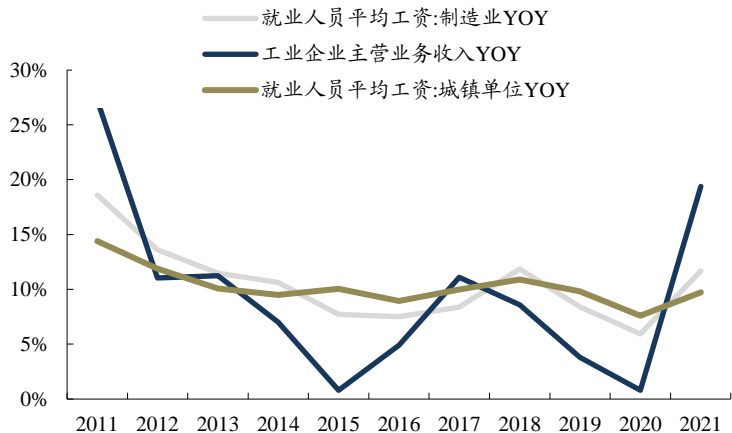


图：叉车销量与交运、仓储和邮政业增速相关性较强

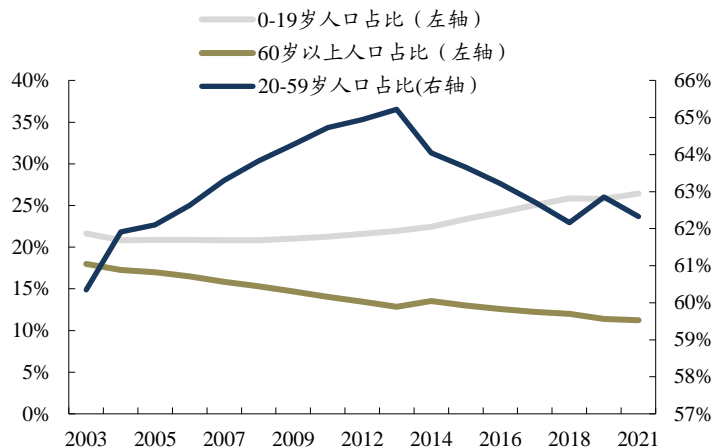


2.2 机器替人为长期趋势，我国叉车保有量提升空间广阔

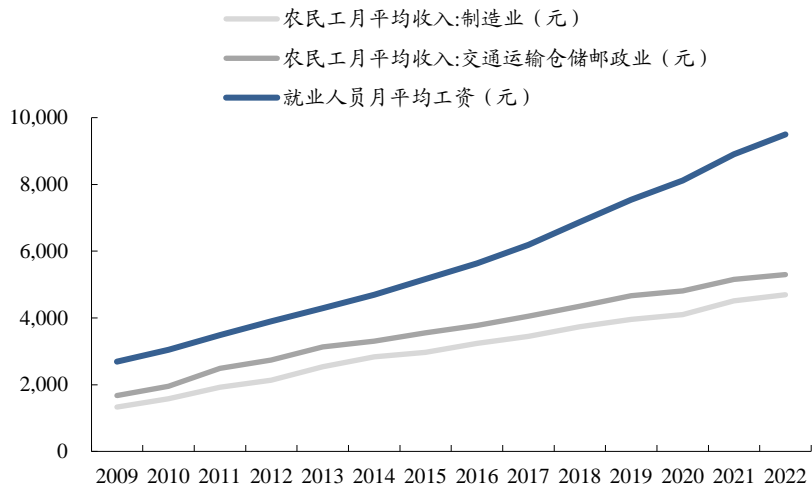
图：2012年后我国工资增速超过企业收入增速



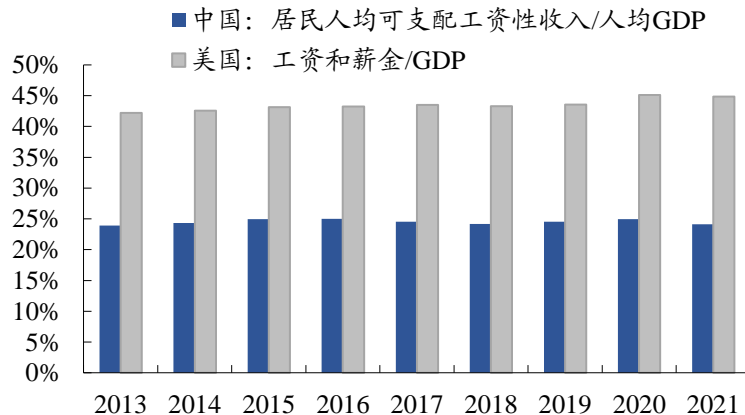
图：2011年起我国20-59岁人口占比下滑



图：制造业和物流业工人年均工资逐提升



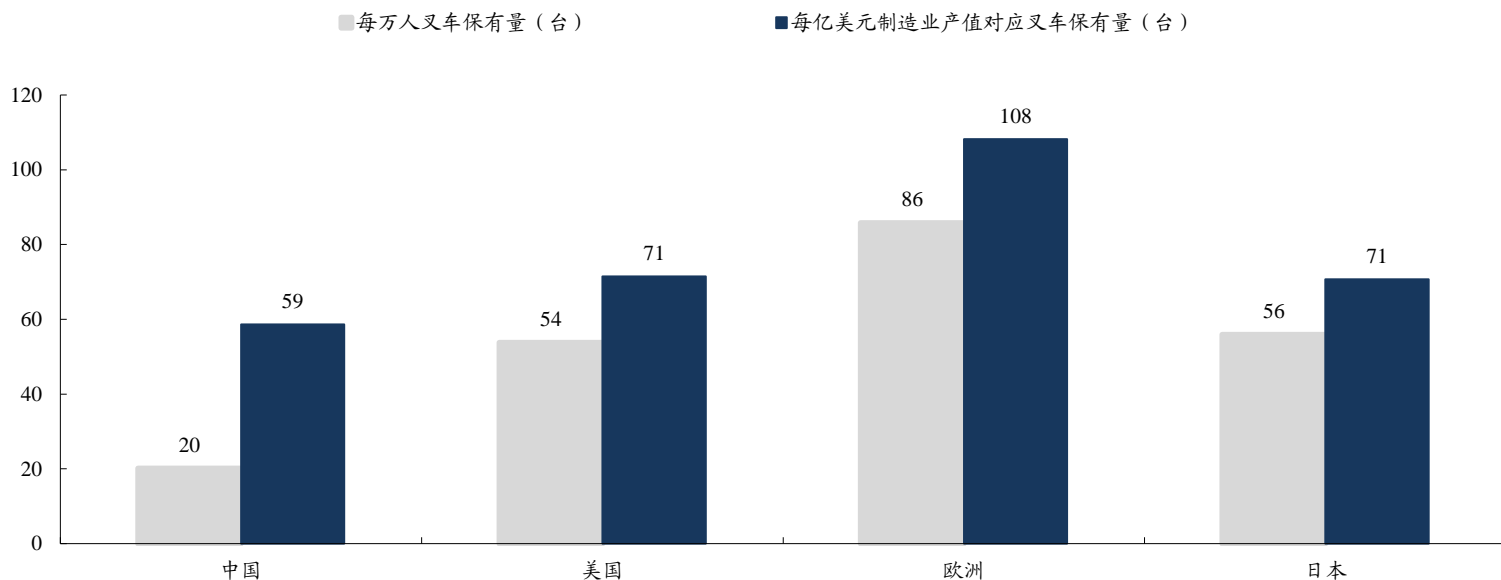
图：中国居民工资占GDP比重较发达国家差距明显，还有提升空间



2.2 机器替人为长期趋势，我国叉车保有量提升空间广阔

- 对比欧、美、日等发达经济体，我国叉车渗透率仍有提升空间。按叉车寿命十年，我们用过去十年叉车累计销量乘以0.9，测算全球各地区叉车的保有量，再除以各地区总人口数和制造业产值，分别测算叉车人均保有量和单位制造业产值对应叉车保有量。从人均保有量看，我国仍不足欧、美、日的50%。从单位制造业产值对应保有量看，我国水平仅为美、日的80%，近欧洲地区的50%，制造业自动化率还有提升空间，叉车渗透率提升空间大。

图：2012-2021年我国平均叉车渗透率相对欧/美/日等发达国家和地区仍有提升空间



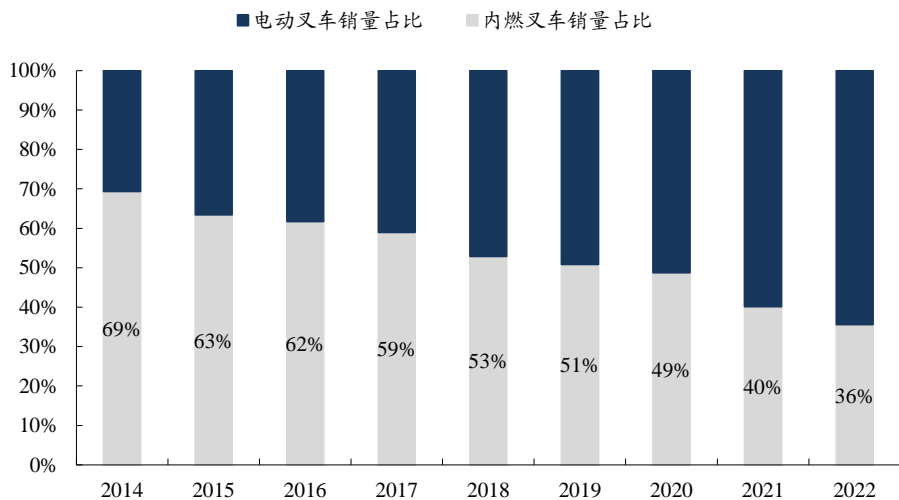


- 一、核心物料搬运设备，国内双寡头格局趋于稳定
- 二、通用自动化：下游制造业复苏，带动叉车需求反弹
- 三、电动化：电动化率渗透率提升，经济性+产业升级迎拐点
- 四、全球化：国产叉车具备性价比优势，海外千亿市场待拓展
- 五、投资建议与风险提示

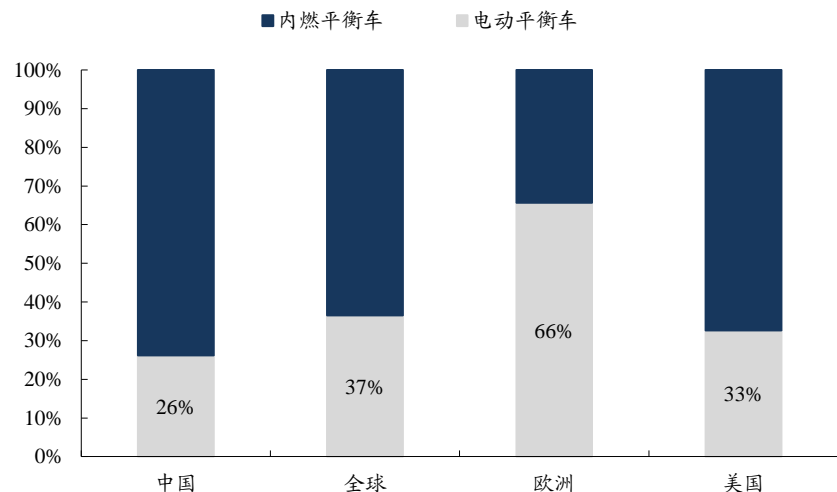
3.1 电动化率渗透率提升，经济性+产业升级迎拐点

- 我国叉车电动化以低价值量机种为主，转型进度相对海外仍有差距。近年来我国叉车电动化转型持续，电动叉车销量占比持续提升，2014-2022年我国内燃叉车销量占比从69%下滑至36%。但从价值量结构看，电动化的机型以价值量低的三类车（仓储叉车）为主，价值量高、市场规模大、应用场景更广泛和复杂的平衡重叉车电动化率仍然较低。2022年我国平衡重叉车电动化率仅26%，仍然低于全球37%水平。

图：2014-2022年我国内燃叉车销量占比从69%下滑至36%



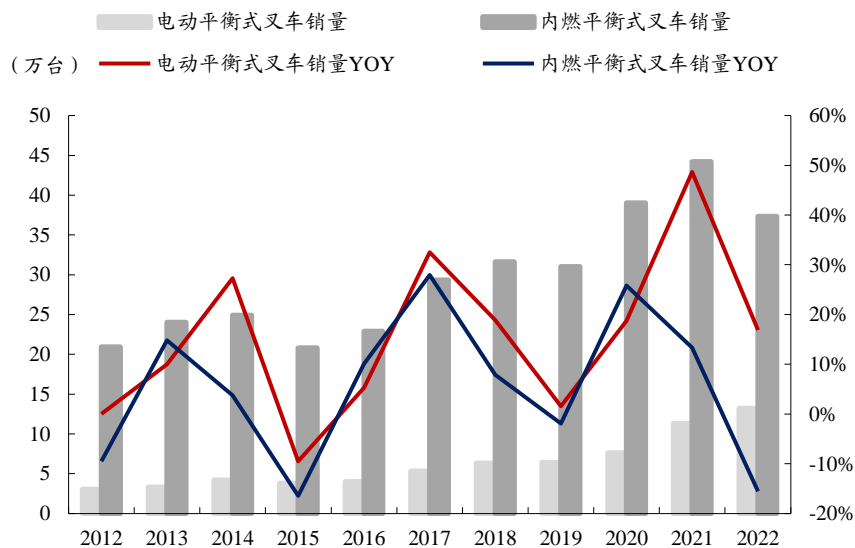
图：2022年我国平衡重叉车电动化率仅26%，低于全球37%水平



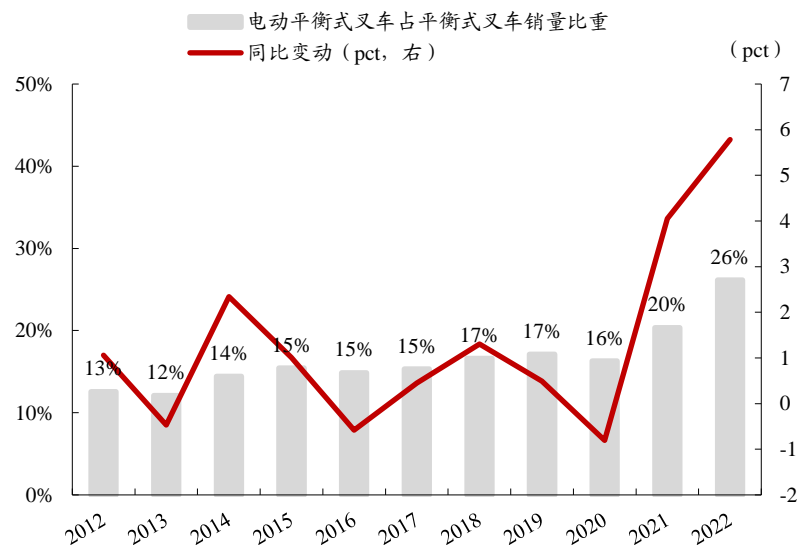
3.1 电动化率渗透率提升，经济性+产业升级迎拐点

- 2020年我国叉车迎电动化转型拐点，锂电池技术突破成为叉车大规模电动化的契机。由于（1）电动叉车价格高。（2）过去电动叉车主要使用铅酸电池，电池必须耗尽电量才能重新充电，很不方便，内燃叉车则可以随时补充能源。2012-2020年我国平衡式叉车电动化转型速度较慢，电动化率维持在15%左右。
- 2018年起，杭叉、合力、诺力等国产叉车龙头开始导入锂电池技术，电动叉车在安全性、适用性、性价比等方面均取得历史性突破，随产品推广，行业电动化转型加速。2020-2022年，电动平衡式叉车销量占比从16%迅速提升至26%。

图：2021年起我国电动平衡叉车销量增速明显超过内燃平衡叉车



图：2022年我国电动平衡式叉车销量占比提升至26%，同比增长6pct



3.1 电动化率渗透率提升，经济性+产业升级迎拐点

表：锂电叉车相对铅酸叉车优势明显

	铅酸叉车	锂电叉车
新电池购买价格	铅酸蓄电池：20000元/组*2=40000元	锂电池：80000元/组
电池配比	2组/台车	1组/台车
充满电的时间	8-10小时	1-2小时
电池维护成本	1000元/年/组*2组*8年=16000元	不仅减少人工维护，还避免了维护不当造成对电池的损害： 500元/年/组*8年=4000元
管理成本	需要专人去管理更换铅酸电池	无需更换电池
能源消耗成本	铅酸电池充满电消耗费用约为70元。每台车2组铅酸电池，每天均需要完成饱和充电。蓄电池使用8年的充电费用： $70*2*26*12*8=349440$ 元	锂电池每次饱和充电消耗费用为36元，每组锂电池每天完成2次饱和充电。蓄电池使用8年的充电费用： $36*2*26*12*8=179712$ 元
8年期间蓄电池更新数量	2组/台车更换电池成本： $20000*2*4=160000$ 元	循环4000次，容量达75%以上，寿命10年以上
有容排放	充电过程释放酸雾，污染环境。 使用过程中排放氢气，有安全隐患	零排放，不产生任何有害气体
报废处理费用	铅酸电池属于危废，报废处理需要指定回收资质的厂家来处理	锂电池不属于危废，报废处理不需要另外支付费用
温度范围	负20℃下的放电效率仅为50%， 当温度低至-40℃时，铅酸电池几乎无法放电	负20℃时放电效率超过80%， 即使温度低至-40℃，其放电效率仍超过60%
充电间的维护成本	铅酸电池需要专业充电间充电，充电间需要通风、防腐等，每年均需要很高的维护费用	无
费用合计	565440元	263712元

数据来源：高工锂电，东吴证券研究所整理

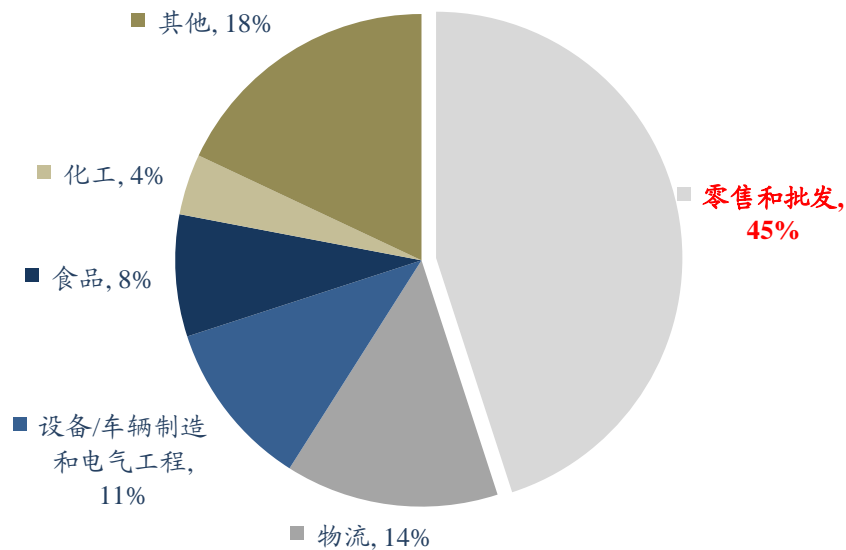
3.1 电动化率渗透率提升，经济性+产业升级迎拐点

- 锂电叉车相对内燃叉车更具经济性，锂电化为必然趋势。
- 智能仓储物流与自动化工厂发展，助力电动叉车需求持续增长。目前我国叉车下游仍以传统制造业和物流业为主，交通物流（20%）、电气机械/汽车/电子设备生产（27%）占大头。随着我国产业结构升级、现代仓储物流业发展、室内工厂自动化率提升，电动叉车需求将持续增长。

表：锂电叉车经济性显著强于内燃叉车（以3t叉车为例）

	锂电池叉车	内燃叉车
采购单价（元）	120000	60000
每小时耗电/油耗	3度	3L
电价/油价	1元/度	8元/L
每小时成本（元）	3	24
每年工作时长（小时）	2000	2000
每年能耗成本（元）	6000	48000
维护间隔时间（小时）	-	400
单次维保费用（元）	-	400
每小时维保成本（元）	-	1
每年维保成本（元）	-	2000
一年总成本（元）	126000	110000
两年总成本（元）	132000	160000
五年总成本（元）	150000	310000

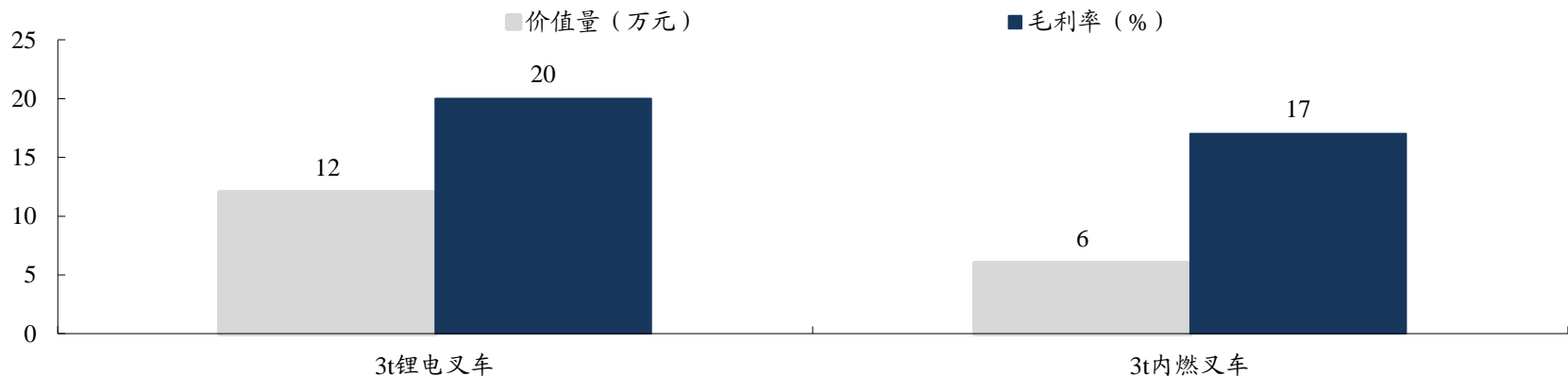
图：2021年永恒力收入结构中，零售与批发占比达45%



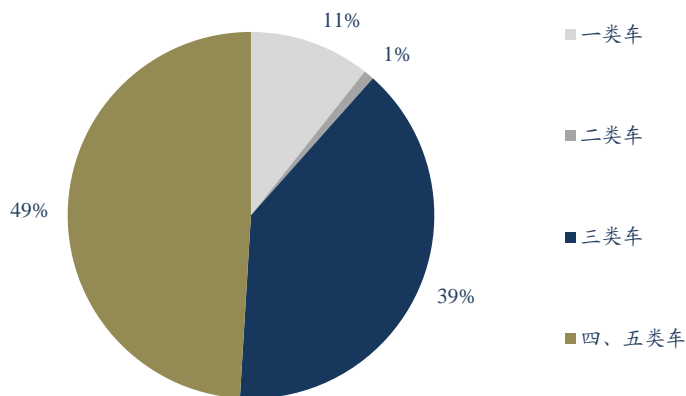
3.2 电动化提升均价和毛利率，优化业务结构

- 电动叉车价值量、利润率均高于内燃叉车，优化公司产品结构。根据我们的产业链调研，同吨位的电动叉车价值量约为内燃叉车的两倍，毛利率高于内燃叉车2-3pct。随着电动叉车销量占比提升，业务结构优化，中长期毛利率中枢有望上移。

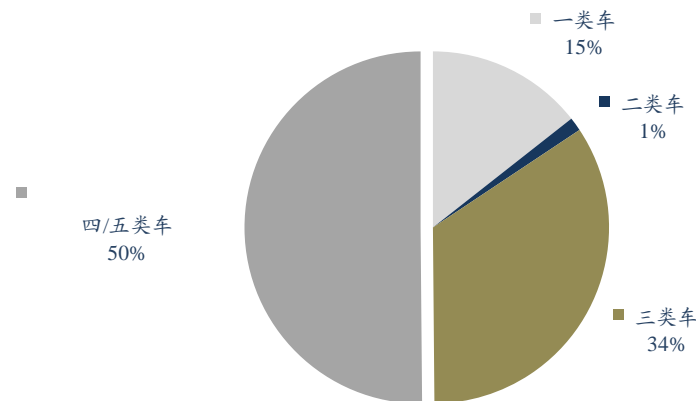
图：2022年锂电叉车价值量、毛利率均高于内燃叉车



图：2022年安徽合力燃油车销量占比约49%，电动化率提升空间大



图：2022年杭叉集团燃油车销量占比约50%，电动化率提升空间大





叉车行业深度:

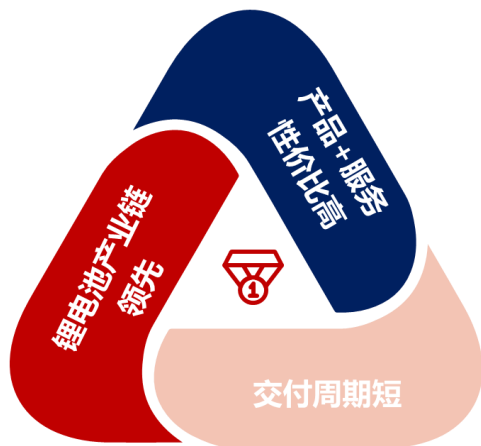
“电动化+国际化”成为新增长点，叉车产业迎转型大势

- 一、核心物料搬运机械，短中长期增长逻辑清晰
- 二、通用属性：受益制造业复苏+机器替人，叉车成长前景可观
- 三、电动化：经济性优势迎拐点，价值量及利润率双升
- 四、全球化：电动化赋能全球化弯道超车，叉车龙头走向全球
- 五、投资建议与风险提示

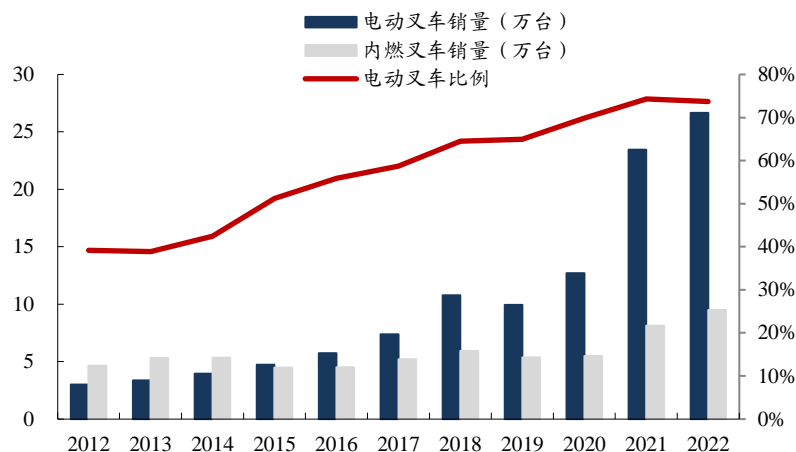
4.1 “电池成本低+性价比高”优势，叉车全球化进入兑现期

- 国产品牌具备性价比、交期、锂电产业链领先三大优势。随海外布局臻于完善，竞争力有望逐步兑现。

图：国产叉车出海具备三大优势



图：我国出口叉车电动化率迅速提升，2022达到74%



图：杭叉集团在叉车主要市场均设有子公司，渠道建设逐步完善



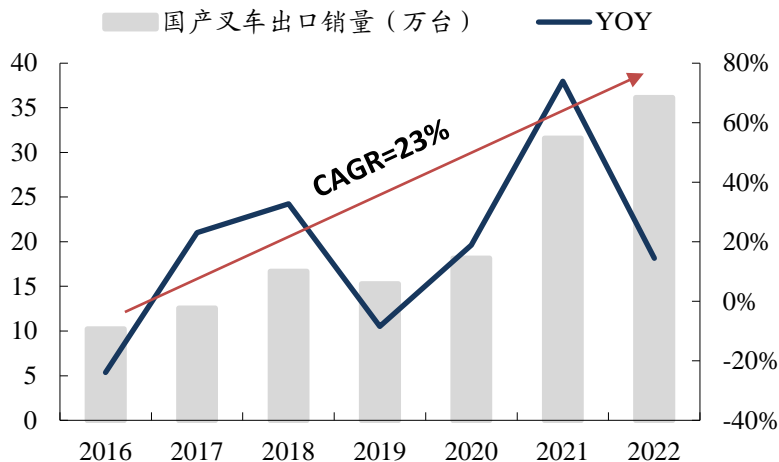
图：安徽合力的全球销售网络



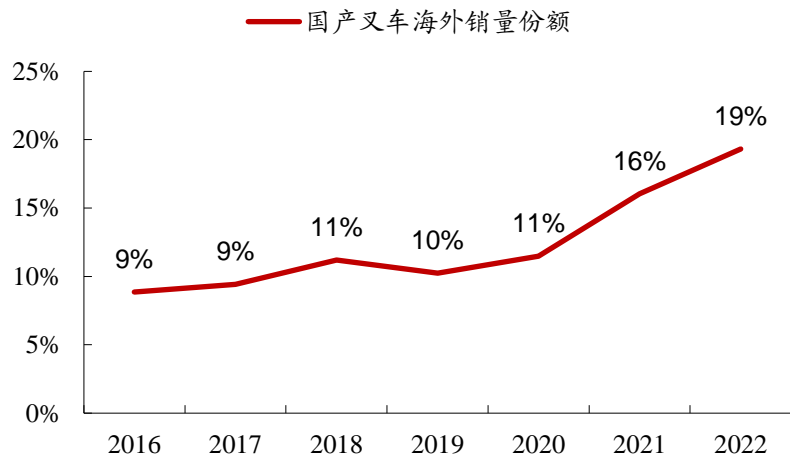
4.2 叉车出口高速增长，海外份额提升空间大

- 国产叉车海外销量份额较低，且以低价值产品为主。

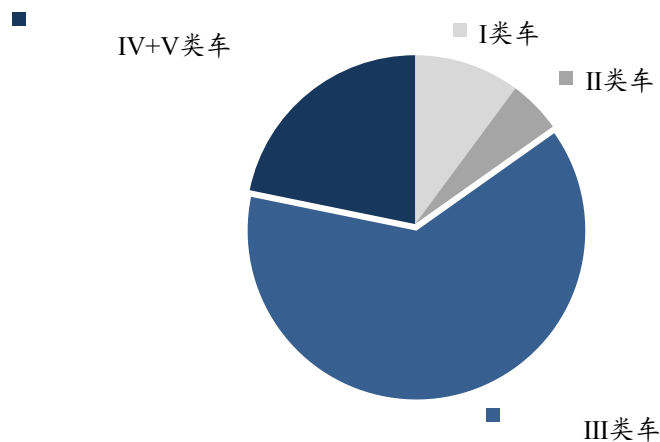
图：2016-2022年国产叉车出口销量CAGR达23%



图：2022年国产叉车海外销量份额提升至19%



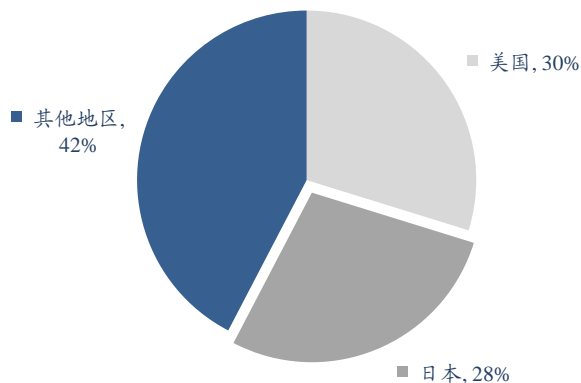
图：2021年我国出口叉车以价值量较低的三类车为主，占比达63%



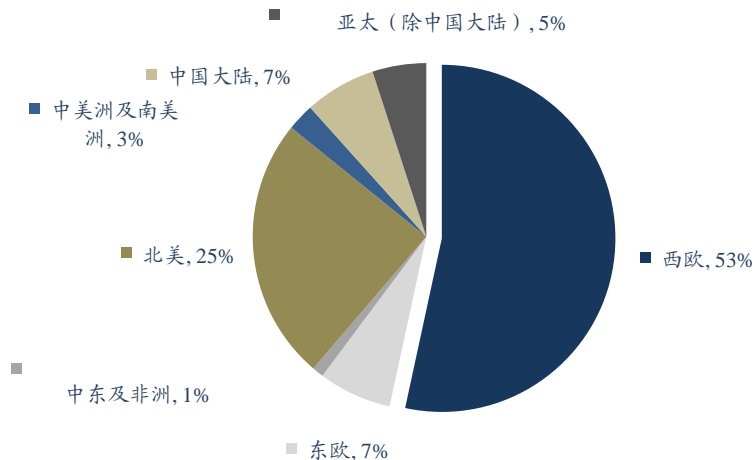
4.2 叉车出口高速增长，海外份额提升空间大

● 国产叉车龙头全球化水平还有提升空间。

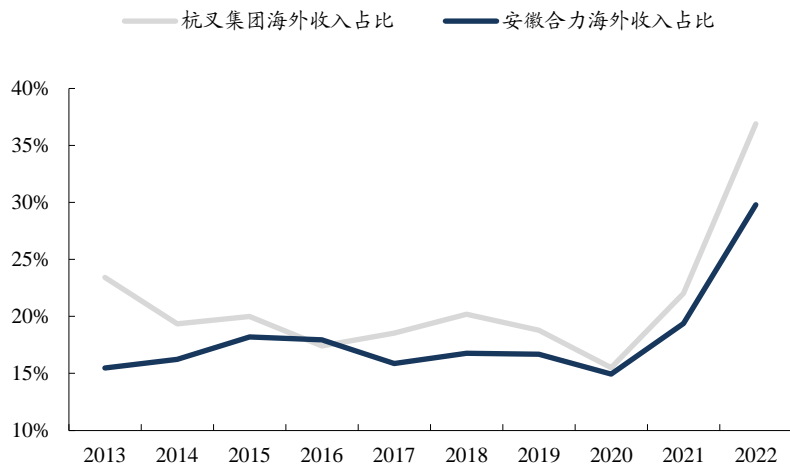
图：丰田在日本本土以外区域收入占比70%以上



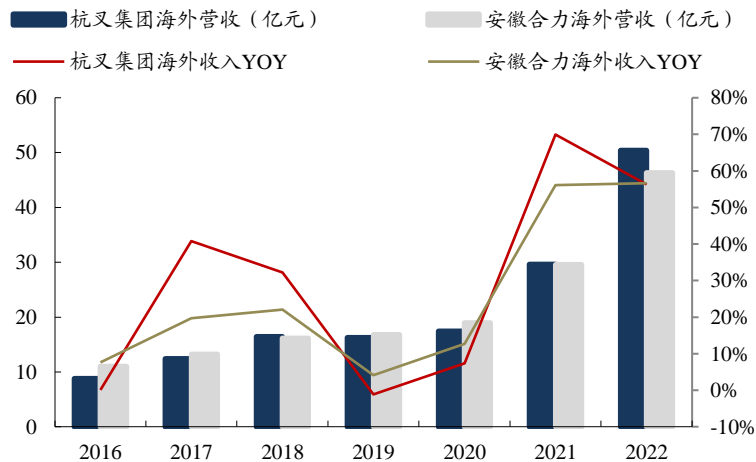
图：凯傲集团在西欧以外区域收入占比达47%



图：杭叉集团、安徽合力海外收入占比提升至30%以上



图：杭叉集团、安徽合力海外营收逐年增长，2017-2022年复合增速分别为32%/29%

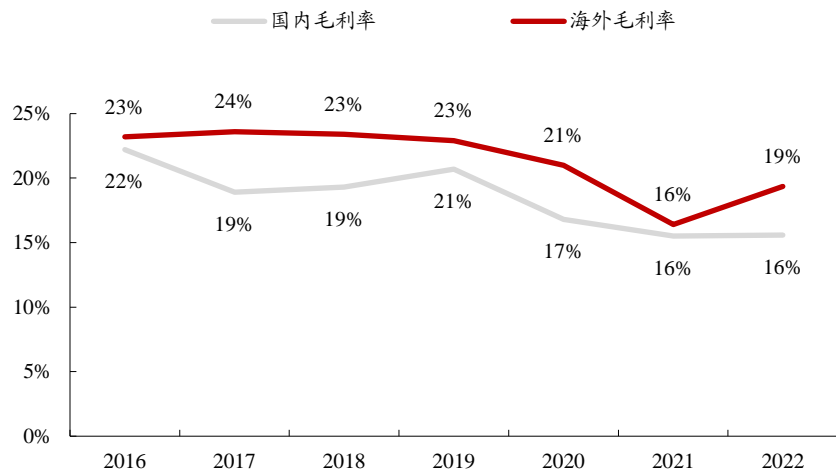


数据来源：Wind，东吴证券研究所

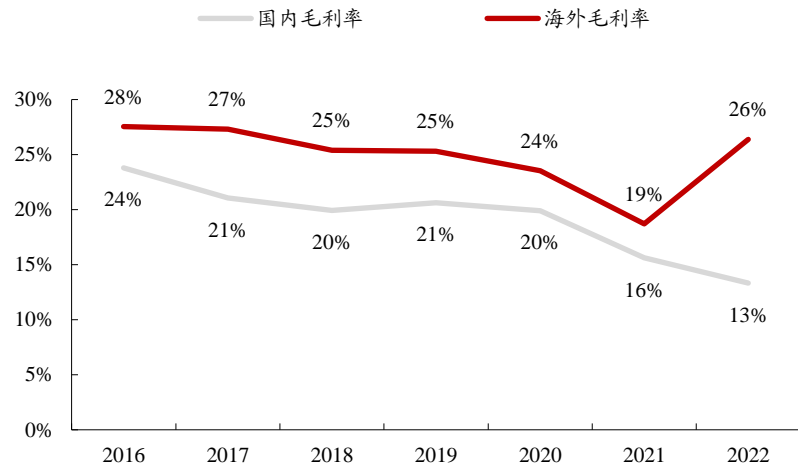
4.3 海外利润率高于国内4pct以上，有望带来利润率中枢上移

- 外销产品价值量、毛利率优于国内。外销产品对标海外竞争对手，以高端型、电动化产品为主，且海外锂电替代铅酸趋势明显，毛利率、价值量更高。
- 海外后市场业务空间广阔，环境友好。根据我们的产业链调研，叉车后市场服务市场规模（包括零部件、维修维保和租赁）和设备市场规模体量接近，利润率远高于设备销售。与国内市场不同，海外客户更倾向于接受原厂的后市场服务，环境友好。国产品牌出海后，后市场业务体量有望持续提升，贡献业绩增量。

图：2022年安徽合力外销毛利率高于内销毛利率4pct



图：2022年杭叉集团外销毛利率高于内销毛利率13pct



4.4 海外叉车市场空间1000亿元，国产厂商份额不足10%

- 我们参考2022年海斯特/永恒力均价18/28万元，对海内外价差作出合理假设后，测算2022年全球叉车市场规模约1500亿元，其中海外市场约1100亿元，国内市场约400亿元。
- 2022年国产双龙头全球收入份额约20%，其中国内52%，海外8%，海外市场空间广阔。

表：海内外叉车市场空间测算（2021-2025E）

		2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021-2025CAGR
全球叉车销量（万台）		198	186	189	195	202	0.5%
YOY		25%	-6%	2%	3%	3%	
全球叉车市场规模（亿元）		1546	1517	1563	1631	1710	2.6%
平均单价（万元）		7.8	8.1	8.3	8.4	8.5	
销量占比	一类车	15%	17%	19%	21%	23%	
	二类车	7%	8%	7%	7%	7%	
	三类车	46%	46%	44%	43%	43%	
	四/五类车	32%	30%	29%	29%	28%	
海外叉车销量（万台）		119	118	116	118	121	0.4%
YOY		24%	-1%	-2%	2%	2%	
海外叉车市场规模（亿元）		1136	1142	1157	1197	1243	2.3%
平均单价（万元）		9.5	9.7	10.0	10.1	10.3	
销量占比	一类车	18%	19%	22%	23%	25%	
	二类车	11%	11%	11%	11%	10%	
	三类车	45%	43%	42%	41%	40%	
	四/五类车	27%	27%	26%	25%	25%	
国内叉车销量（万台）		78	69	73	77	80	0.6%
YOY		27%	-12%	7%	4%	5%	
国内叉车市场规模（亿元）		409	375	406	434	467	3.4%
平均单价（万元）		5.2	5.5	5.5	5.7	5.8	
销量占比	一类车	10%	13%	15%	17%	19%	
	二类车	1%	2%	2%	2%	2%	
	三类车	48%	50%	48%	47%	47%	
	四/五类车	40%	36%	35%	34%	32%	
杭叉集团	海外收入	30	50	62	74	89	
	国内收入	105	86	95	100	105	
	海外份额	3%	4%	5%	6%	7%	
	国内份额	30%	29%	23%	23%	22%	

数据来源：Wind，WITS，东吴证券研究所测算



- 一、核心物料搬运设备，国内双寡头格局趋于稳定
- 二、通用自动化：下游制造业复苏，带动叉车需求反弹
- 三、电动化：电动化率渗透率提升，经济性+产业升级迎拐点
- 四、全球化：国产叉车具备性价比优势，海外千亿市场待拓展
- 五、投资建议与风险提示

5 国内外主要叉车厂商

- 与海外龙头相比，国内叉车厂商收入体量较小，产品价值量更低。
- 2022年安徽合力、杭叉集团营收不足丰田工业、凯傲集团的20%、30%，单车价值量仅为其16%、30%，海外市场有待拓展，产品结构优化空间大。

表：国内外主要叉车厂商

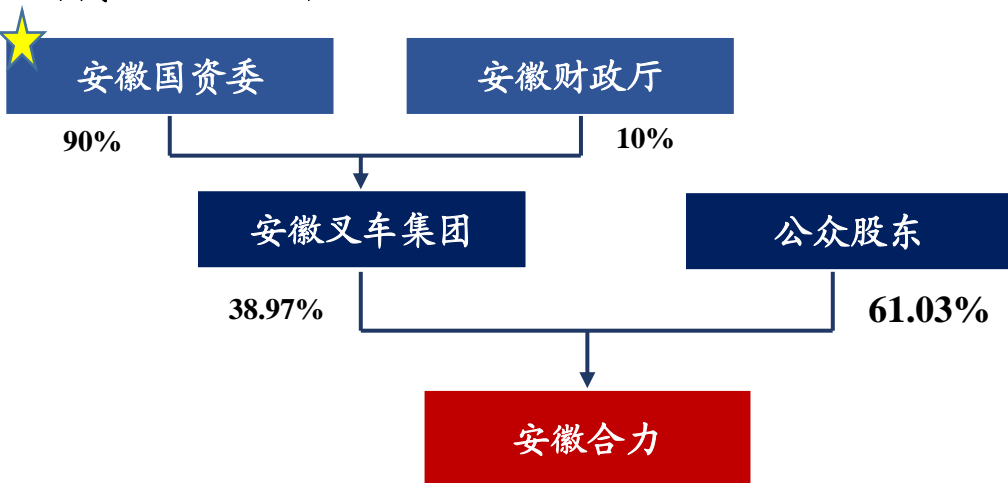
公司名称	成立时间	主要产品	2022年收入 (亿元人民币)	2022年净利润 (亿元人民币)	销量 (万台)	均价 (万元)
安徽合力	1958	全系列	157	9	26	6
杭叉集团	1956	全系列	144	10	23	6
诺力股份	2000	以三类车为主	67	4	-	-
浙江中力	2007	全系列，三类车为优势产品	42	4	24	2
比亚迪	2009	一、二、三类车和AGV	25	-	-	-
丰田工业	1956	全系列	1405.75 (叉车部门占比68%)	94	32	37
凯傲	2006	全系列	826.58 (叉车部门占比66%)	7	28	19
永恒力	1953	全系列	321	20	16	20

数据来源:各公司官网, Wind, 东吴证券研究所

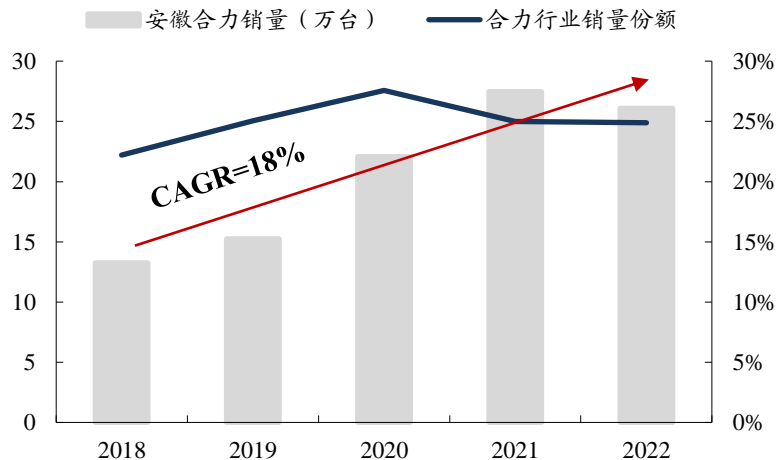
5.1 安徽合力：国有叉车龙头，关注国企改革下盈利提升+估值修复

- 安徽合力是国内最大的叉车制造企业。公司成立于1958年，实控人为安徽国资委，主营叉车及其关键零部件，并战略布局智慧物流（AGV）、智能服务与工业物联网。
- 海内外龙头地位稳固。2018-2022年合力国内市场地位稳中有升，销量份额自22%提升至25%，全球地位维持稳定，稳居全球工业车辆制造商排行榜第七位。

图：公司实控人为安徽国资委，持股比例 35%
(截至2023/3/31)



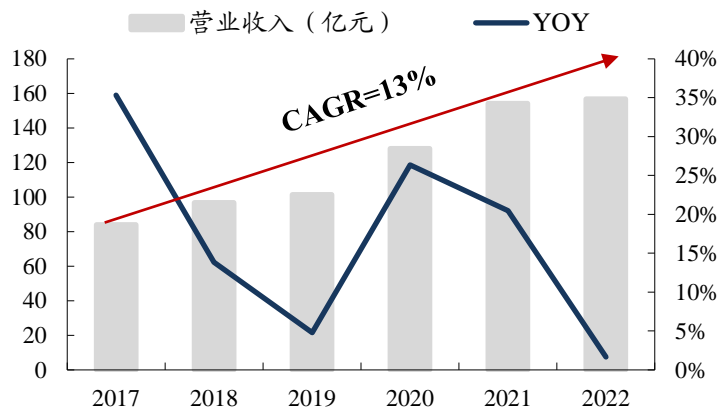
图：2018-2022年公司国内销量份额从22%提升至25%



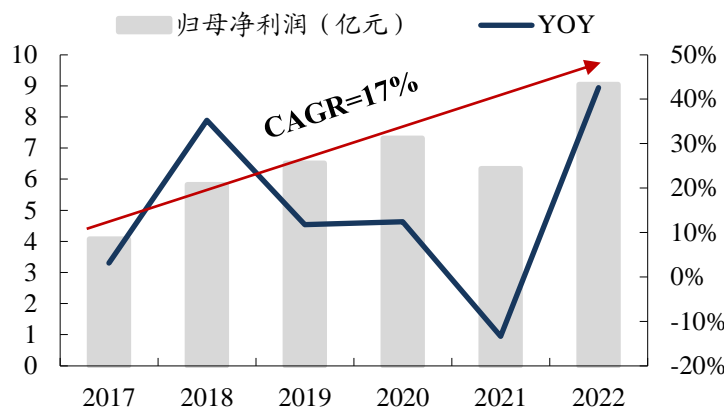
5.1 安徽合力：国有叉车龙头，关注国企改革下盈利提升+估值修复

- **公司业绩增速稳健。**公司营收随国内叉车行业发展稳健增长，利润率随电动化有望提升。2022年公司实现营收157亿元，同比增长2%，归母净利润9亿元，同比增长43%。
- **海外市场成为新增长点。**国产叉车布局锂电产品具备产业链优势，行业锂电化助力公司海外弯道超车，加上公司海外渠道建设逐步完善，2020年公司海外收入迎拐点。2022年公司实现海外营收46亿元，同比增长57%。

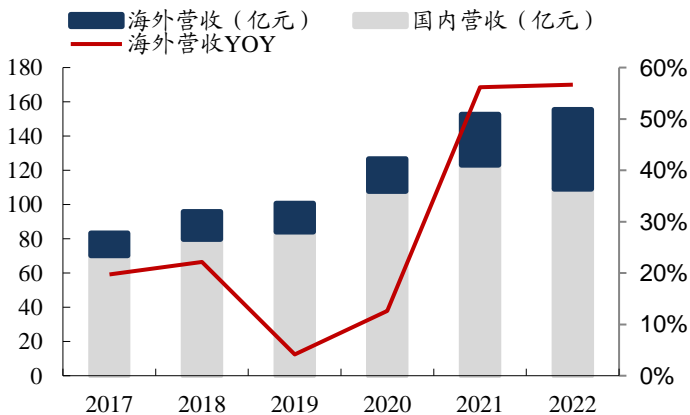
图：2017-2022年公司营收复合增速13%



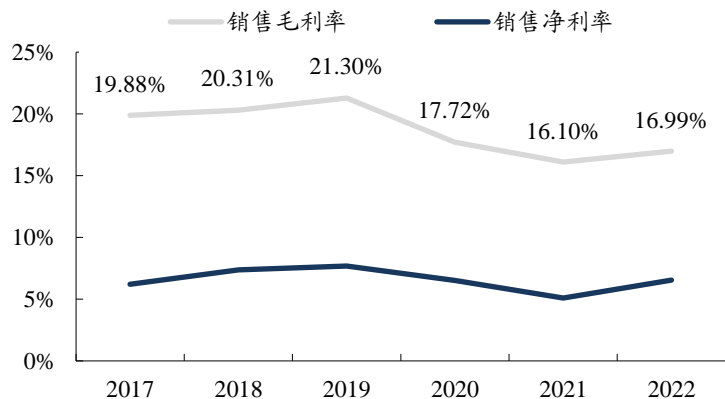
图：2017-2022年公司归母净利润复合增速17%



图：2020年公司迎出口增速拐点，2022年同比增长57%



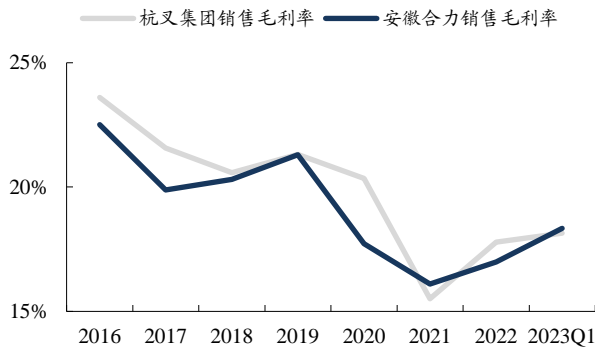
图：2017-2022年公司盈利能力稳中有升



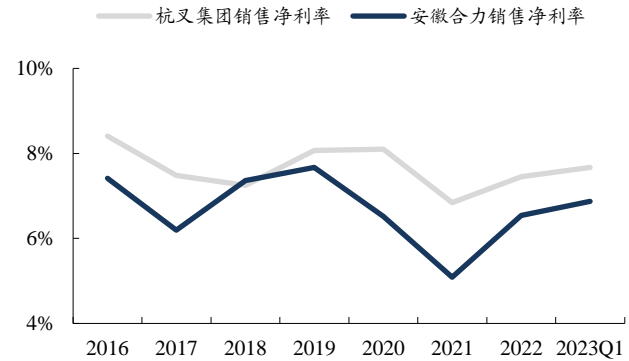
5.1 安徽合力：国有叉车龙头，关注国企改革下盈利提升+估值修复

- 安徽合力为安徽省重点国有企业，历史净利率和估值低于可比公司。近年来，在国企改革、产品结构优化背景下，公司利润率持续修复，且净利率对标可比公司还有提升空间，建议关注。

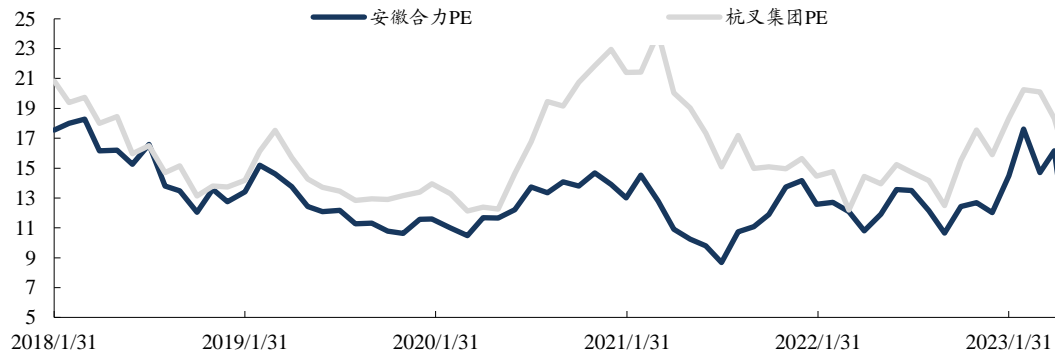
图：2021年至今公司毛利率与可比公司差距缩小



图：公司历史销售净利率低于可比公司1-2pct



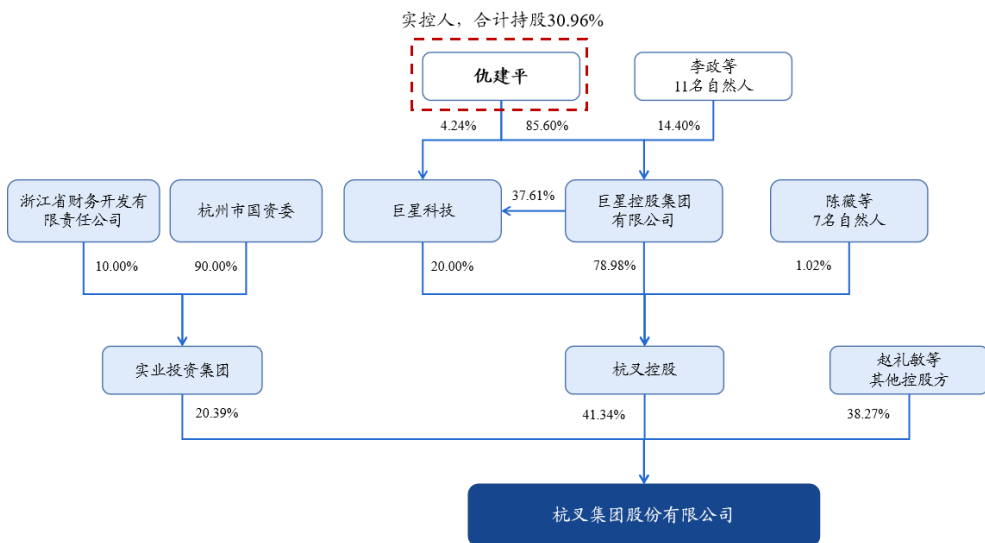
图：公司历史PE (TTM) 低于可比公司



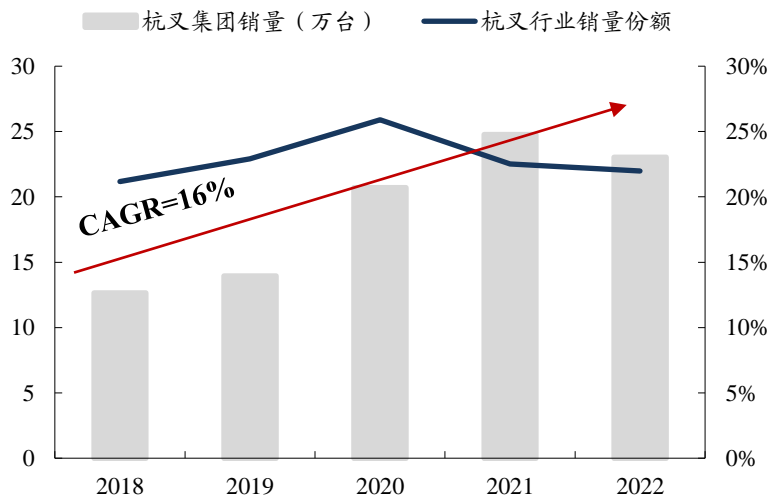
5.2 杭叉集团：民营叉车龙头，受益下游景气复苏+行业锂电化

- 国产第二大叉车企业，竞争实力全球领先。杭叉集团为中国最大的叉车企业之一，有近50年的叉车研发制造经验。公司以“做世界最强叉车企业”为愿景，产品覆盖1-48吨内燃叉车、0.75-48吨电动叉车、高空作业车辆、AGV智能工业车辆等，同时提供智能物流整体解决方案，以及产品配件销售、修理、租赁、再制造等后市场业务。据美国权威《现代物料搬运杂志》，2021年公司叉车销售额全球第八。

图：民营控股、国资参股、高管持股的大型民企，实控人仇建平持股31%（截至2023/3/31）



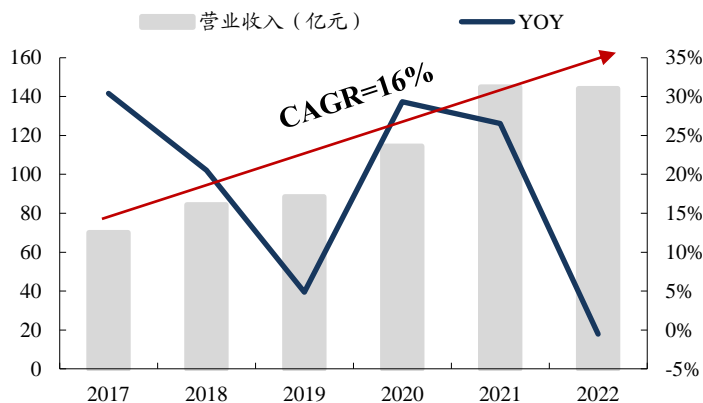
图：2018-2022年公司销量复合增速达16%



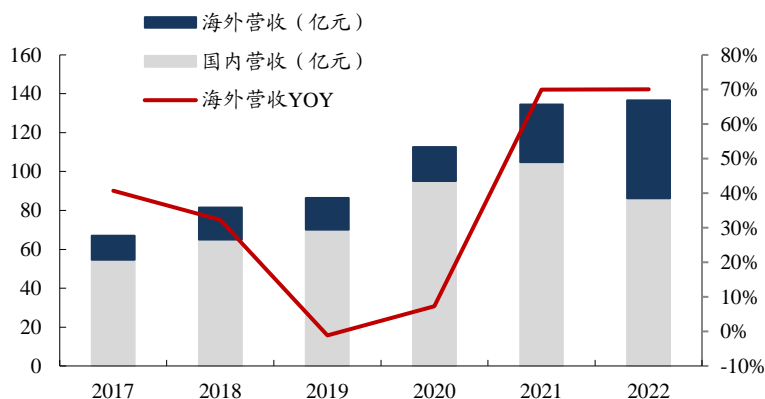
5.2 杭叉集团：民营叉车龙头，受益下游景气复苏+行业锂电化

- **锂电化、全球化成效显著，利润增速显著强于营收。**2022年公司实现营收144亿元，同比下滑0.5%，归母净利润9.9亿元，同比增长9%。2022年我国叉车行业销量105万台，同比下滑5%，公司营收相对行业具备明显阿尔法。
- **公司盈利水平将延续提升趋势：**1) 2022年Q3以来钢材价格持续下行，公司2022年Q4毛利率已回升至23%，环比提升7pct。此外，碳酸锂价格下降有望传导至下游，逐步降低电池采购成本。2) 锂电叉车占比提升，带动价格中枢上移。3) 海外渠道建设取得成效，规模效应释放，且海外市场价格竞争不如国内激烈，外资品牌价格为国产品牌30%以上。2022年公司国内毛利率13%，海外毛利率达26%，未来海外收入占比提升将带动利润率中枢上移。

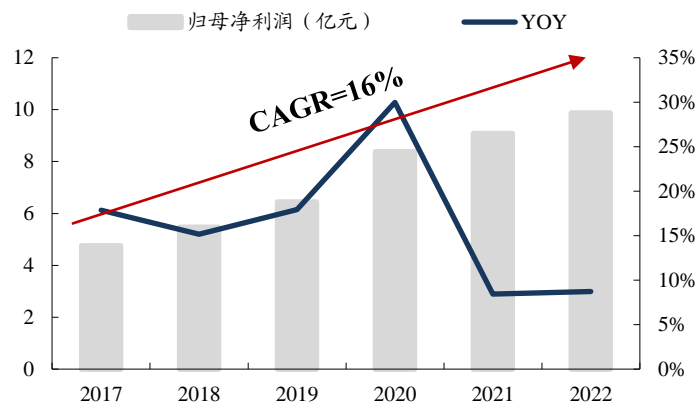
图：2017-2022年公司营收复合增速16%



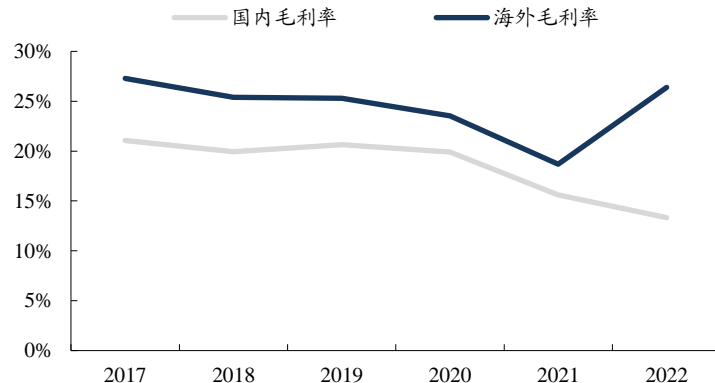
图：2020年出口增速迎来拐点，2022年同比增速70%



图：2017-2022年公司归母净利润复合增速16%



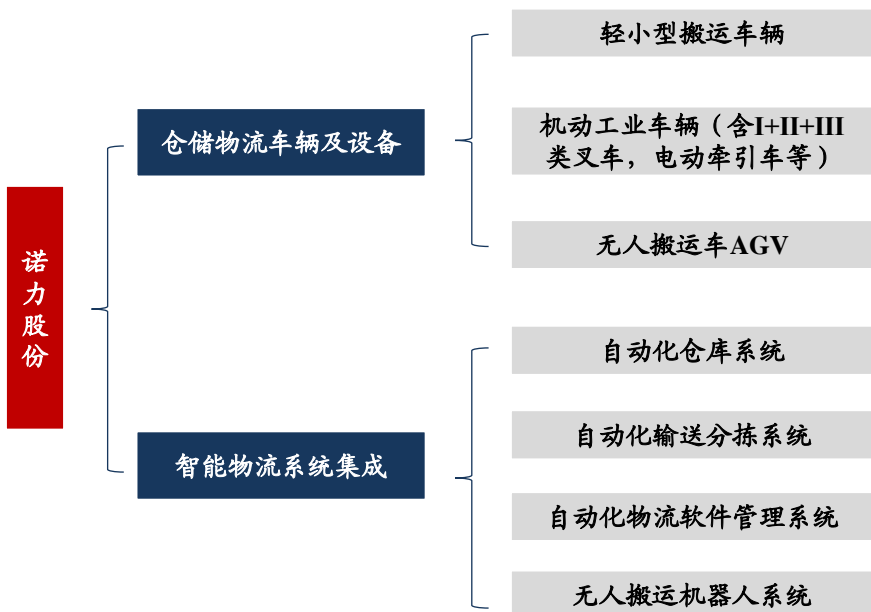
图：2017-2022年公司海外盈利能力更高



5.3 诺力股份：仓储叉车龙头，智慧物流在手订单饱满，大车战略打开成长空间

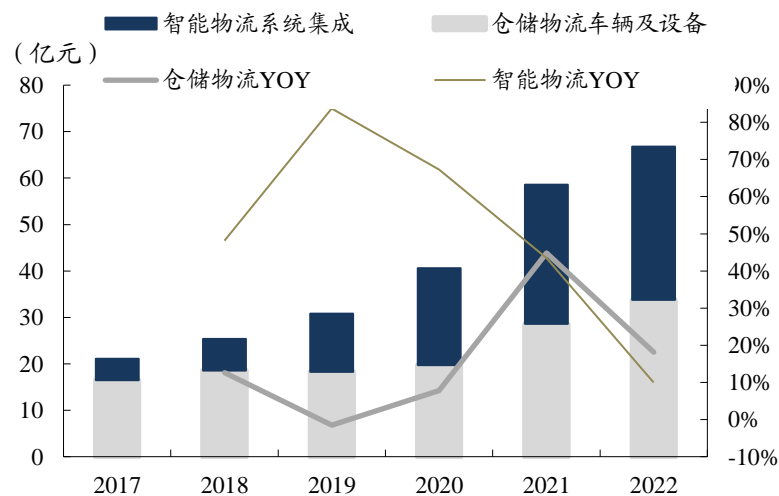
- 诺力股份主营仓储叉车和智慧物流集成，2022年两块业务分别约占营收50%。受益于国内三类车需求旺盛、全资并购的两大智慧物流子公司中鼎集成、法国SAVOYE整合顺利。2019-2022年公司业绩稳健增长，从31亿元增长至67亿元，复合增速达29%。
- 公司为家族控股的民营企业，截至2022年末，实控人丁毅持股27.2%，其子丁晟、配偶毛英分别持股6.2%、2.2%。

图：公司主营业务示意图



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：2017-2022年公司仓储物流车辆、智能物流系统两大业务营收复合增速分别达15%/48%

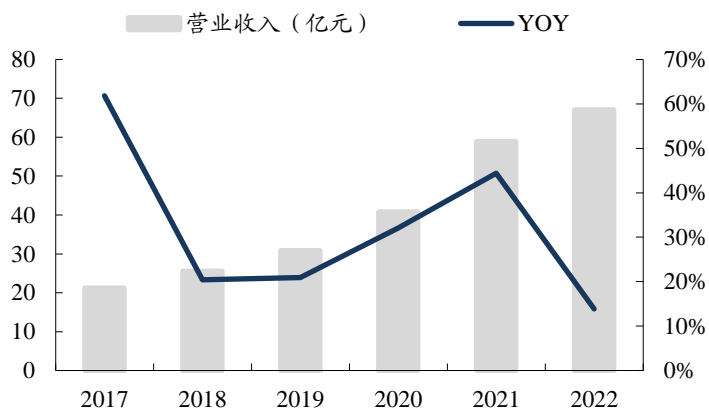


数据来源：Wind，东吴证券研究所

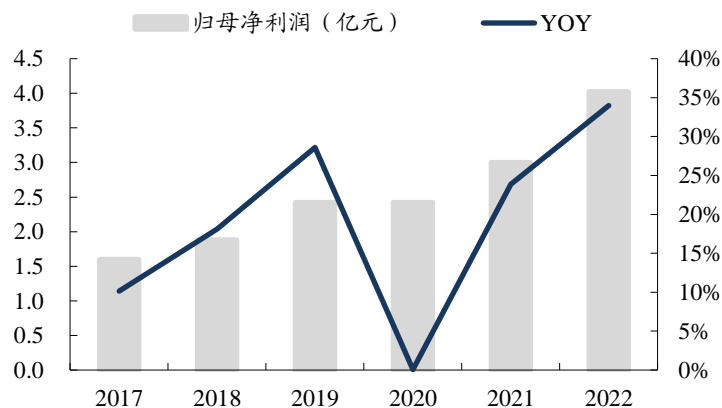
5.3 诺力股份：仓储叉车龙头，智慧物流在手订单饱满，大车战略打开成长空间

- **公司中长期成长可期：**（1）**大车战略推进：**公司大型电动叉车近两年增长较快，但2022年市场占有率不足4%，未来成长空间大。（2）**在手订单饱满：**截至2022年12月31日，公司智慧物流系统业务在手订单65亿（不含税），2022年度公司智慧物流系统业务新签订单45亿（不含税）。

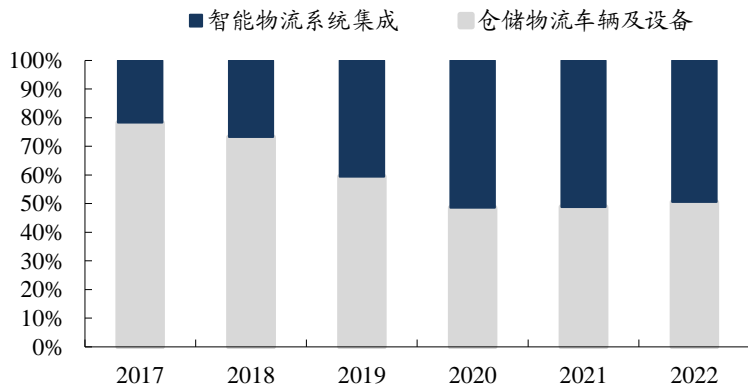
图：2017-2022年公司营收复合增速达26%



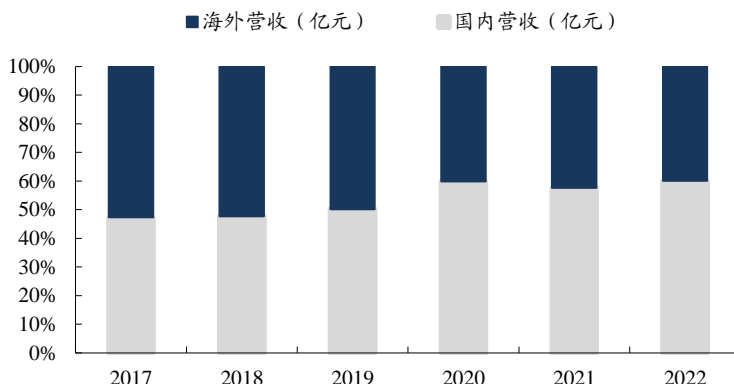
图：2017-2022年公司归母净利润复合增速达20%



图：2020年公司智能物流业务营收首次超过仓储物流车辆



图：自2019年起国内市场成为第一大市场



- **市场竞争加剧风险。**工业车辆行业竞争激烈，产品同质化现象较为严重，进入壁垒相对低。目前国内市场由杭叉集团、安徽合力双龙头主导，若未来其他工程机械主机厂进入该行业，竞争格局可能会恶化。面对国内外企业的激烈竞争，公司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，否则有市场份额下降的风险。
- **原材料价格波动风险。**原材料成本的波动与公司盈利具有较大相关性，2021年以来，钢材等原材料价格大幅上行，对公司盈利水平造成一定负面影响。若未来地缘政治等因素再次导致原材料价格大幅上涨，将会给公司的生产经营和盈利情况带来负面影响。
- **宏观经济波动风险。**公司产品广泛适用于国民经济的各个部门，下游市场涉及制造业、交通运输业、仓储业、邮政业、批发和零售业等多种行业，与宏观经济的整体运行密切相关。而全球政治经济形势复杂多变，国内外新冠疫情不断出现反弹、多次爆发，在一定程度上影响到全球供应链、交通运输及物流等。若宏观经济波动，工业车辆行业景气度不及预期，不利于公司经营稳定性。
- **汇率波动风险。**公司国际化发展步伐加快，产品海外市场销售规模逐年提升，业绩受汇率波动的影响越来越大。若未来汇率出现明显波动，公司未提前采取锁汇等措施控制风险，业绩波动性将明显增强。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；
- 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；
- 中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；
- 减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；
- 中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；
- 减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园