

叉车行业2023年&2024年一季报总结  
锂电化+全球化驱动利润高增，继续看好成长确定性强的国产龙头

证券分析师：周尔双

执业证书编号：S0600515110002

联系邮箱：zhouersh@dwzq.com.cn

证券研究员：韦译捷

执业证书编号：S0600122080061

联系邮箱：weiyj@dwzq.com.cn

二零二四年五月十六日

我们选取四家公司安徽合力、杭叉集团、诺力股份、中力股份（拟上市）为分析对象。由于中力股份未披露2024年Q1财务数据，分析Q1时予以剔除。

### 投资逻辑

#### ● 受益于锂电化和全球化，2023&2024Q1叉车板块业绩增速稳健

**2023年，板块出口引领收入增长：**2023年叉车板块实现营业总收入466亿元，同比增长12%，2024年Q1叉车板块实现营业总收入102亿元，同比增长5%。2023年叉车板块归母净利润43亿元，同比提升46%，2024年Q1叉车板块归母净利润8.8亿元，同比提升34%，利润增速强于营收。分区域，2023年叉车板块国内收入265亿元，同比增长5%，海外收入201亿元，同比增长21%，占比提升3pct至43%。出口为行业增长的主驱动力。**锂电化+全球化带动利润率稳中有升：**2023年叉车板块销售毛利率22%，同比提升3.0pct，销售净利率10%，同比提升2.3pct。2024年Q1叉车板块销售毛利率21%，同比提升2.1pct，销售净利率9%，同比提升2.0pct。高毛利率的海外业务（各企业国内海外毛利率差约6-9pct）和电动叉车占比提升、人民币汇率贬值、钢材等原材料价格同比下降，叉车板块盈利能力提升明显。

#### ● 叉车行业成长性强于周期性，继续看好成长确定性强的国产龙头

叉车与传统工程机械逻辑不同，成长性大于周期性。行业需求来源于（1）制造业、物流业投资规模增长，对搬运工具需求提升，（2）人工成本提升，工厂、仓库等对工作效率的要求提高，机器替人为趋势。2013-2022年全球叉车销量CAGR为8%，国内/海外分别为8%/14%。**展望2024年，我们认为板块有望保持稳健增长：**（1）国内有望受益环保&设备更新政策：在环保政策收紧趋势下，国四柴油车替代存量国二及以下柴油车、高价值量锂电叉车渗透率提升，内销有望继续增长，结构优化。此外，2024年3月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，推进重点行业设备更新改造，且提出要分行业分领域实施节能降碳改造。后续随政策落实，叉车行业有望受益。（2）海外景气度未见下行，份额提升驱动销量增长。国产叉车短交期、锂电化领先优势仍在。**中期看，（1）锂电化仍有空间，**2023我国平衡车电动化率约31%，低于欧美48%水平（按订货量测算）。锂电叉车价格约为燃油车价格2倍，且毛利率高于燃油车。（2）**出海份额提升空间大，**2023年海外叉车市场约1200亿元，国产双龙头【安徽合力】、【杭叉集团】份额仅各5%，随性价比、交期、锂电产业链三大优势兑现，有望弯道超车。

**投资建议：**重点推荐产品矩阵完整、渠道建设和锂电化进程领先的【安徽合力】、【杭叉集团】，建议关注叉车战略推进的【诺力股份】、中力股份（未上市）

**风险提示：**市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、宏观经济波动风险、汇率波动风险



■ 一、板块利润增速显著强于营收，锂电化+全球化逻辑兑现

---

■ 二、叉车行业成长性强于周期性，继续看好成长确定性强的国产龙头

---

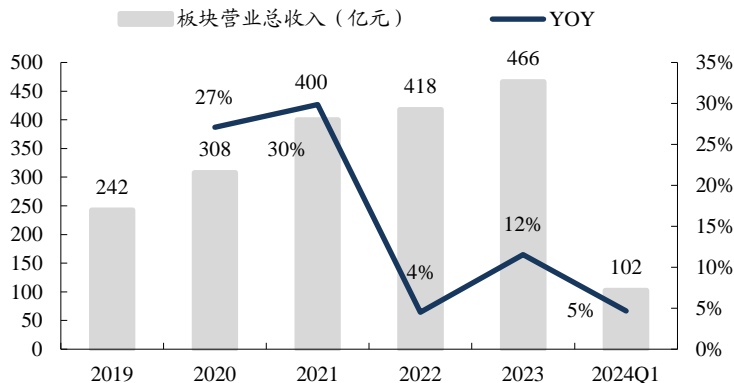
■ 三、投资建议与风险提示

---

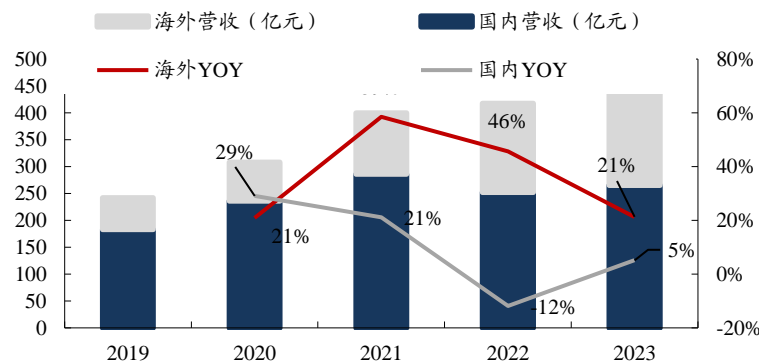
# 1.1.1 2023年叉车板块国内、海外营收分别增长5%、21%，增速稳健

- 受益出口增长，叉车板块收入增速稳健。2023年叉车板块实现营业总收入466亿元，同比增长12%，其中国内实现营收265亿元，同比增长5%，海外实现营收201亿元，同比增长21%，占比提升3pct至43%。
- 2024年Q1叉车板块实现收入102亿元（Q1数据均不含中力，后文同），同比增长5%。叉车板块Q1收入低于行业增速，我们判断系行业销量受三类小车影响较大，影响行业规模与主机厂收入的平衡重叉车需求尚未复苏。平衡重叉车应用领域更加广泛，销量与整体经济活跃度相关性更强，且存量设备更新规模更大。3-4月国内制造业PMI回到枯荣线以上，随存量更新政策推进，大车销量有望提升，板块有望受益。

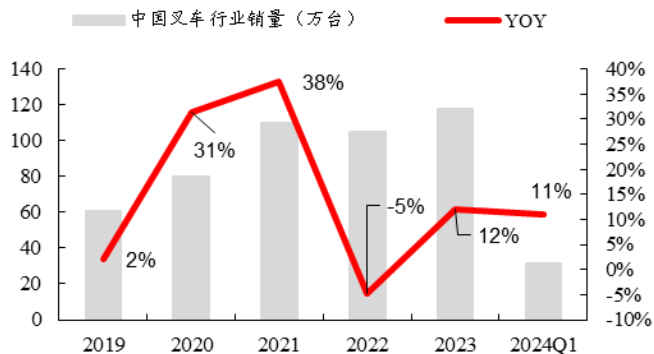
图：2023年叉车板块营业总收入466亿元，同比增长12%



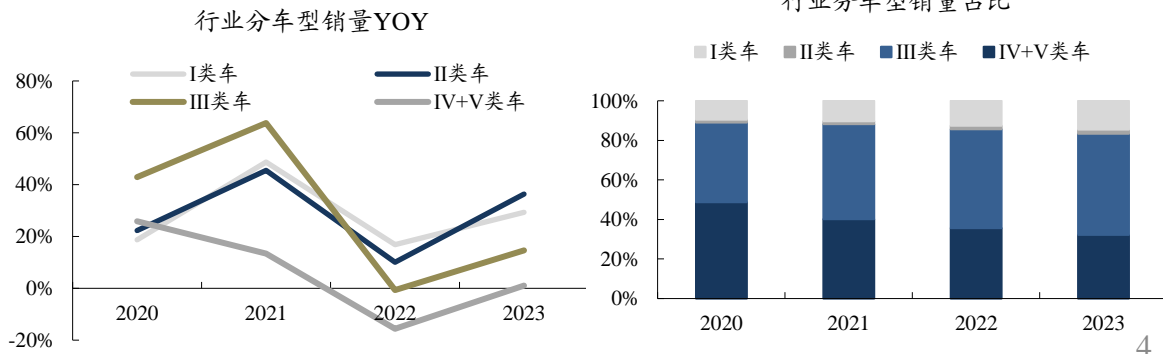
图：2023年叉车板块国内/海外收入分别同比增长5%/21%



图：2023年中国叉车行业销量同比增长12%



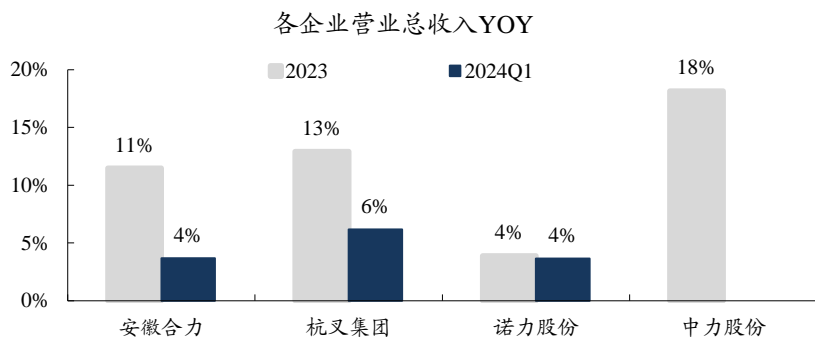
图：分车型，一二类车增速领先三四五类车，影响行业销量与收入增速间的匹配度



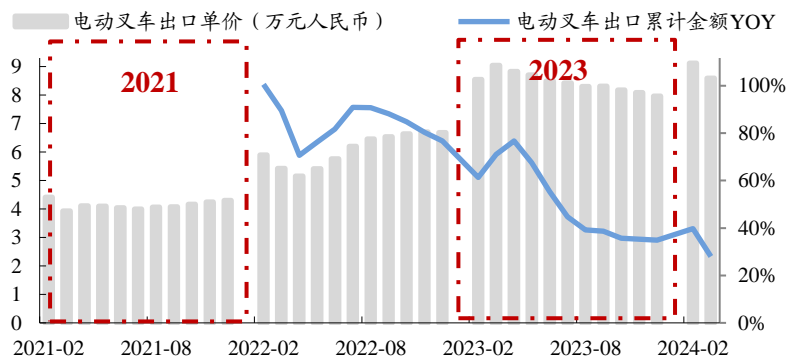
## 1.1.2 出口车型由三类车向一、二类车切换，各企业出口增速分化 东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- 2021-2023年出口电动叉车均价从4.3万元提升至8.0万元，反映价值量更高的一类车接替三类车，锂电叉车取代铅酸叉车，成为驱动出口增长的主要机型。
- 2023年杭叉集团、安徽合力、中力股份、诺力股份海外营收分别增长30%、32%、13%、5%。主要出口车型的切换导致板块各企业营收增速出现分化。2022-2023年以平衡重叉车为主的杭叉集团、安徽合力海外营收增速明显领先以仓储叉车为主的诺力股份、中力股份。

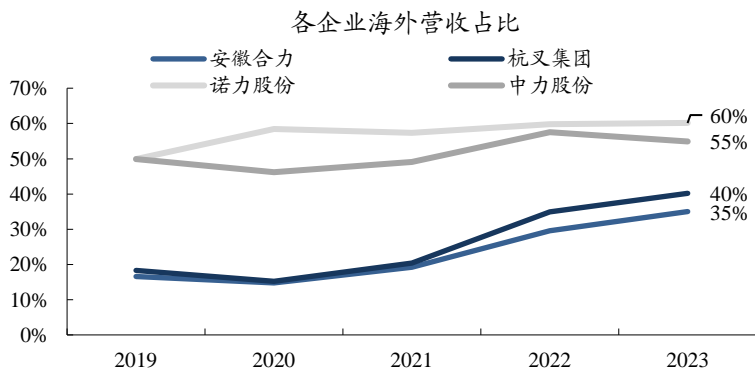
图：板块各企业2023年/2024年Q1营收增速



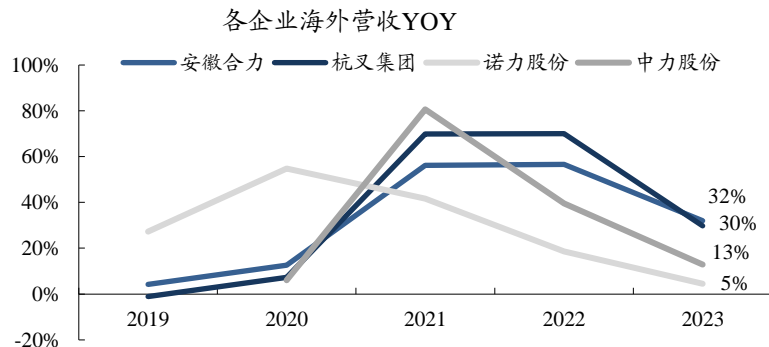
图：2022-2023年出口电动叉车均价提升快，车型从小车向大车转型，



图：仓储小车出海时间较早，诺力、中力海外营收占比较高



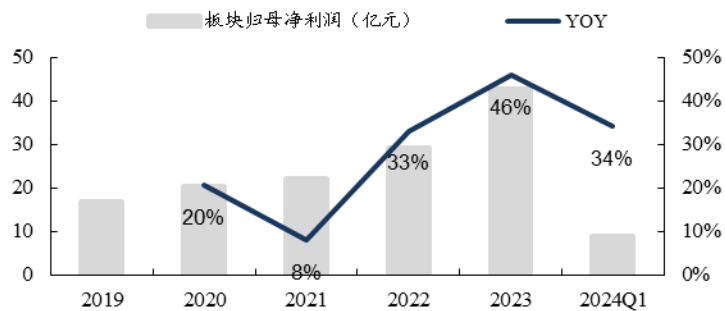
图：叉车出口从电动仓储小车向锂电平衡重大车转型，2022-2023年杭叉、合力海外营收增速领先



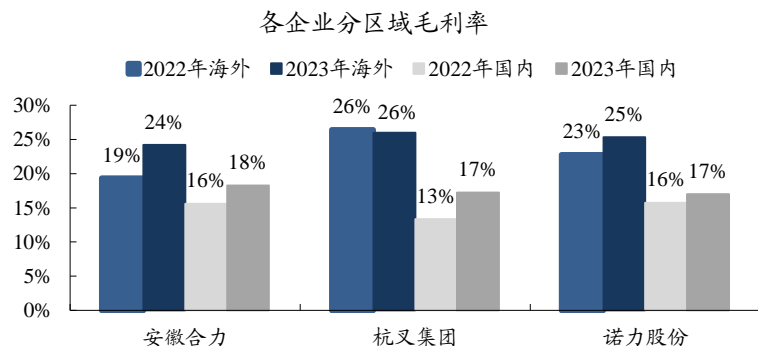
## 1.2 2023年归母净利润同比+46%，显著强于营收

- 2023年叉车板块实现归母净利润43亿元，同比增长46%，销售毛利率/净利率分别为22%/10%，同比分别增长3.0/2.3pct。叉车板块盈利水平提升明显，主要系（1）海外业务占比提升。从各企业分区域的毛利率看，海外毛利率高于国内6-9pct，海外营收占比提升带动盈利能力上行。（2）电动平衡重叉车占比提升。（3）原材料价格下降、人民币汇率贬值。
- 分企业，2023年安徽合力、杭叉集团、诺力股份、中力股份归母净利润分别同比增长41%、74%、14%、29%。大车实力更强、出海更快的合力、杭叉利润增速更显著。
- 2024年Q1叉车板块实现归母净利润8.8亿元，同比增长34%，其中安徽合力、杭叉集团、诺力股份分别增长48%、30%、11%，结构优化趋势延续。

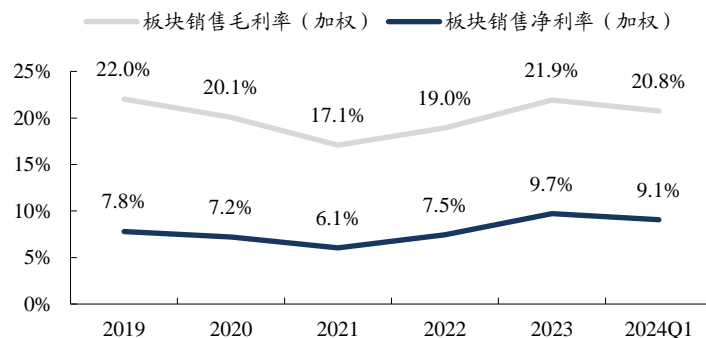
图：2023年叉车板块归母净利润同比+46%，增速显著强于营收



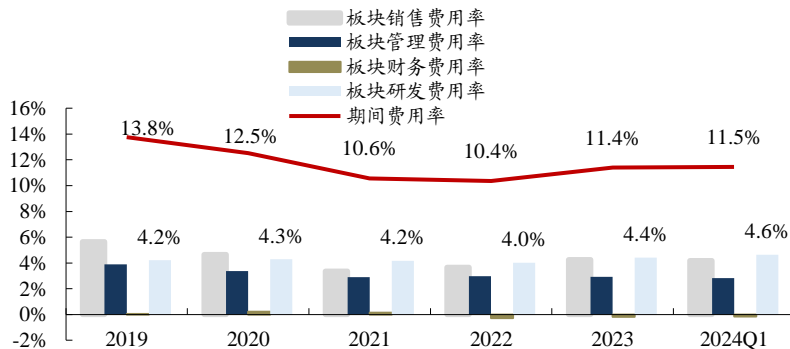
图：各企业2023年海外毛利率高于国内6-9pct



图：2023年叉车板块销售毛利率/净利率分别为22%/10%，同比分别增长3.0/2.3pct



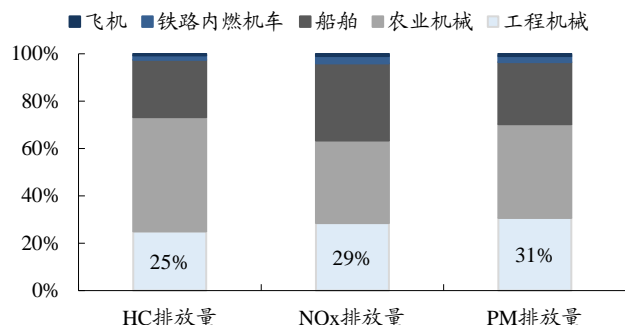
图：2023年板块期间费用率维持稳定



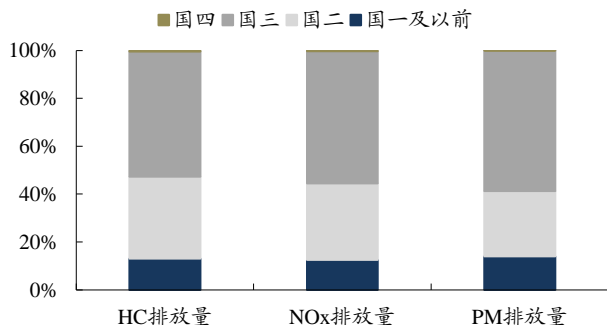
# 1.3.1 2024年展望：国内有望受益于环保政策&大规模设备更新

- 国内环保政策收紧、大规模以旧换新政策推进，内销结构有望优化，规模持续增长。工程机械排放量占非道路移动机械30%，为主要排放源之一。其中，叉车排放量约占工程机械比重10%。2022年12月1日起非道路移动机械国四排放标准开始实施，国三及以下设备逐步被替换。2024年3月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，推进重点行业设备更新改造，且提出要分行业分领域实施节能降碳改造。后续随政策落实，行业同样受益。

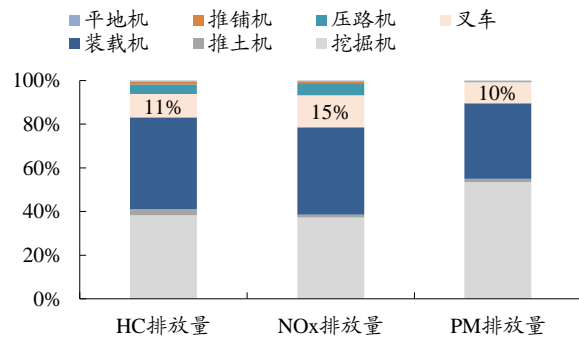
图：工程机械HC、NOx、PM排放量约占非道路移动机械30%



图：2022年国三及以下标准工程机械排放量占比99%



图：叉车HC、NOx、PM排放量约占非道路移动机械10%



图：杭州市国二及以下柴油叉车淘汰更新补助标准

单位：元/台	
新能源叉车额定起重量 (M)	淘汰更新补助标准
M < 2.5t	11000
2.5t ≤ M ≤ 5t	24000
M > 5t	40000
补助金额=淘汰更新补助标准*淘汰时间系数。淘汰时间系数： 2023年7月31日前报废的淘汰时间系数为1.0； 2023年12月31日前报废的淘汰时间系数为0.7； 2024年6月30日前报废的淘汰时间系数0.5； 2024年7月1日（含）起报废的淘汰时间系数0。	
备注：淘汰时间系数以杭州市报废柴油叉车回收证明的时间为准。	

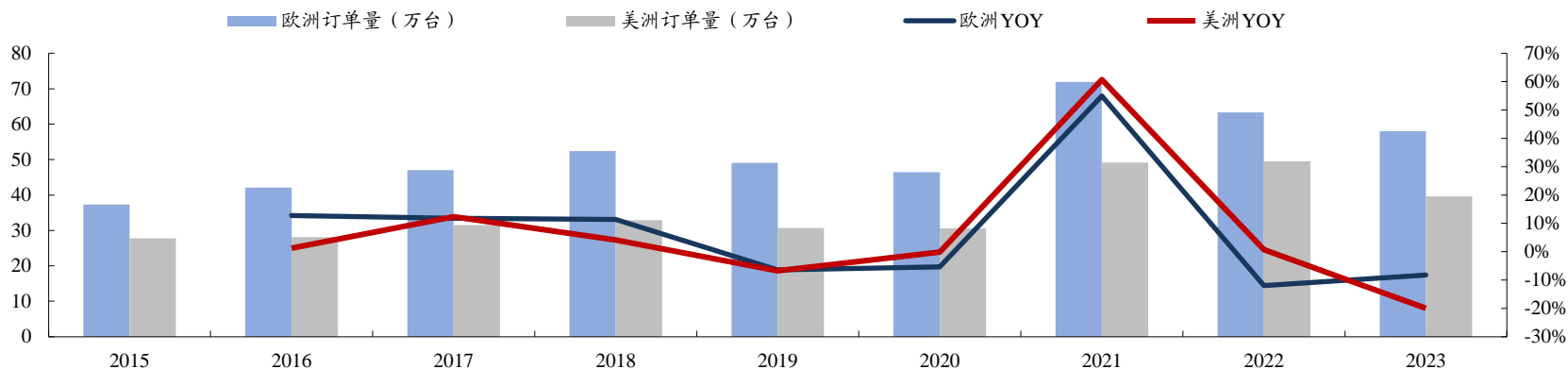
表：大规模设备更新相关政策梳理

时间	会议名称	事件和相关表述
2023/12/12	中央经济工作会议	着力扩大国内需求。要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引推动大规模设备更新和消费品以旧换新。
2024/2/23	中央财经委第四次会议	要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。必须有效降低全社会物流成本。
2024/3/1	国常会	审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》

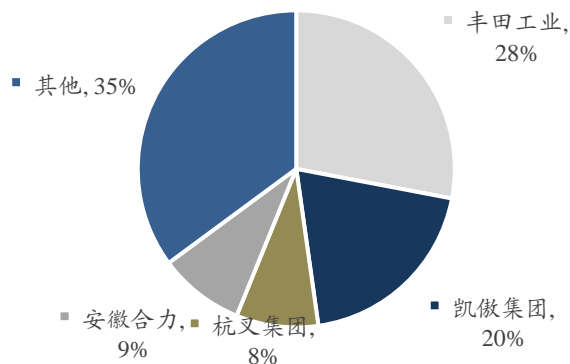
## 1.3.2 2024年展望：海外景气度未明显变化，提份额提升驱动增长

- 海外景气度未明显变化，提份额提升驱动增长。2021年受疫情影响、供应链阻塞，全球叉车订单量达到历史高峰。随后疫情扰动消除，除中国外，2022-2023年主要叉车市场即欧美，新增订单同比增速均出现下滑。在此背景下，国内叉车龙头新签订单仍向上，海外营收增速维持高位，杭叉集团2022年/2023年海外营收增速分别为70%/30%，安徽合力2022/2023年海外营收增速分别为57%/32%，出口锂电化+提份额逻辑兑现。根据我们测算，2023年杭叉集团、安徽合力海外份额仅各5%，提升空间广阔

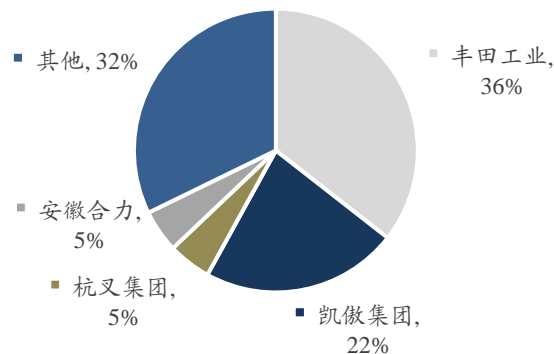
图：2022-2023年欧美洲叉车订单量下滑，国内叉车龙头出口维持高增，提份额逻辑兑现



2023年全球叉车设备市场竞争格局（按收入）



2023年海外叉车设备市场竞争格局（按收入）





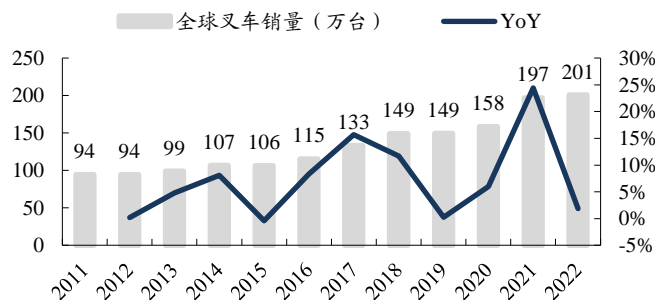


- 一、板块利润增速显著强于营收，锂电化+全球化逻辑兑现
- 二、叉车行业成长性强于周期性，继续看好成长确定性强的国产龙头
- 三、投资建议与风险提示

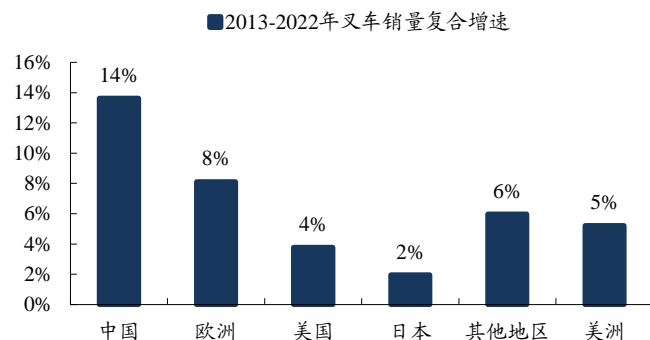
## 2.1 周期复盘：电动化+机器替人趋势明显，成长性强于周期性

- 叉车与传统工程机械逻辑不同，成长性强于周期性：1) 单车价值量低，回本周期短。叉车单车价值量多为几万至十几万不等，1台叉车即可节省1名制造业工人年薪，传统工程机械价值量几十万到几百万不等，回本周期间较长。2) 下游分散：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。挖机、起重机下游以基建、地产为主，周期性较强。3) 电动化进展快：叉车工况相对简单，充电更容易，对举升力要求也较低，随着电池技术成熟，电动化转型速度更快。当前电动化已成为行业核心驱动因素。2013-2022年全球叉车销量从99万台增长至201万台，复合增速8%。
- 海外市场发展成熟，增速稳定。根据我们测算，按存量更新逻辑，行业每年维持0%-5%增长。

图：2013-2022年全球叉车销量CAGR=8%



图：2013-2022年全球主要区域叉车销量复合增速



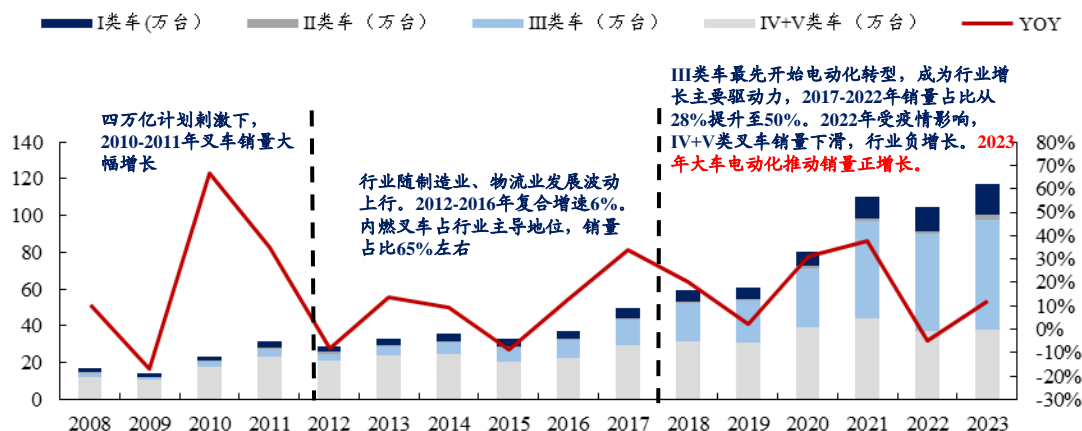
图：2024-2026年全球叉车销量测算：按存量更新，销量个位数波动

年份	全球叉车保有量 (万台)	存量更新比例 (寿命更新)	存量更新需求 (万台)	保有量新增比例 (下游投资增速/机器替人)	新增需求 (万台)	年销量基本盘 (万台)	YOY
2022	1000	15%	150	5%	50	200	
2023	1050	15%	158	4%	42	200	-0.2%
2024E	1092	15%	164	4%	38	202	1.3%
2025E	1130	15%	170	4%	40	209	3.5%
2026E	1170	15%	175	4%	41	216	3.5%

## 2.1 周期复盘：电动化+机器替人趋势明显，成长性强于周期性

- 国内叉车销量随制造业、物流业发展波动上行。2012-2016年叉车销量随我国制造业、物流业平稳增长。2017年起，电池技术成熟、环保政策收紧，电动叉车销量持续高增。2017-2022年一/二/三/四/五类叉车销量CAGR分别为19%/16%/30%/5%。其中，三类车主要替代板车，价值量低，电动化转型最为迅速，2022年销量占比达50%。我们判断国内叉车行业销量盘子基本固定，未来行业销量主要源于平衡重叉车电动化转型和存量更新，对标海外成熟市场，有望维持个位数波动。电动化+出海趋势下，产业规模增速快于销量增长。

图：我国叉车行业销量复盘：随制造业、物流业发展波动上行



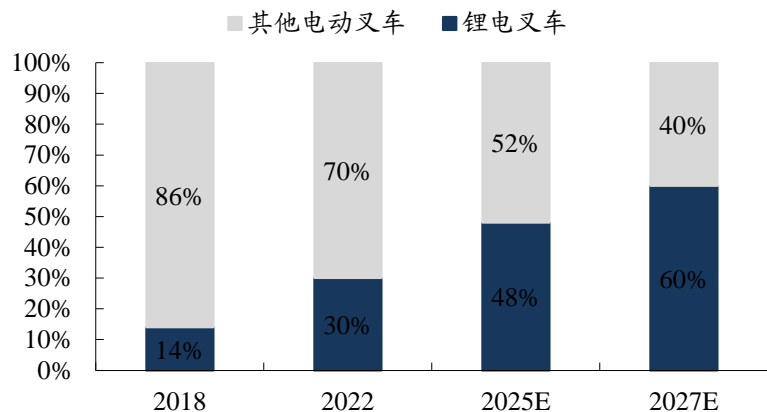
图：2024-2026年国内叉车销量测算：按存量更新，若制造业物流业投资增速每年略下行，行业销量个位数波动

年份	国内叉车保有量 (万台)	存量更新比例 (寿命更新)	存量更新需求 (万台)	保有量新增比例 (下游投资增速/机器替人)	新增需求 (万台)	年销量基本盘 (万台)	YOY
2022	279	-	-	-	-	-	-
2023	310	15%	47	10%	31	78	12%
2024E	341	15%	51	9%	31	82	6%
2025E	372	15%	56	7%	26	82	0%
2026E	398	15%	60	6%	24	84	2%

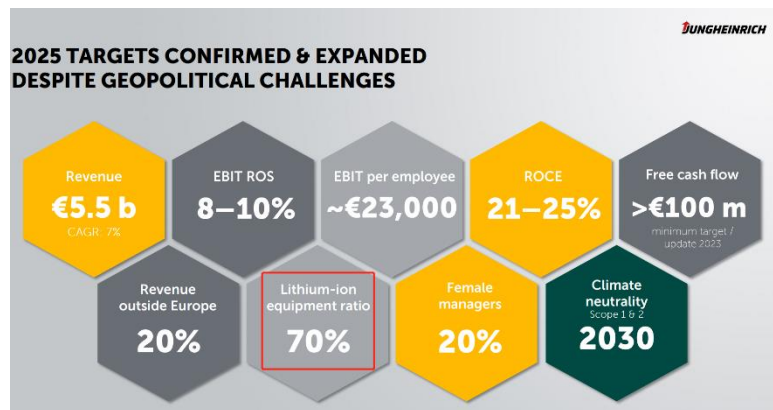
## 2.2 双龙头海外份额合计约10%，锂电化助力弯道超车

- 锂电化为叉车行业发展趋势。全球叉车锂电化渗透率约30%，其中国内40%，海外25%。由于锂电叉车价值量更高，产业规模将稳健增长。

图：凯傲预计2022年全球电动叉车锂电化率约30%



图：永恒力计划2025年叉车锂电化率达到70%



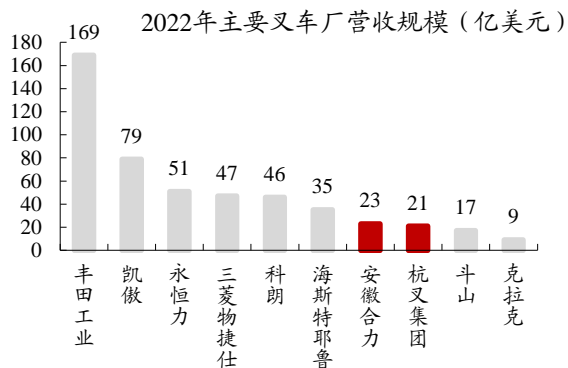
表：锂电化趋势下，叉车行业规模将稳健增长，规模增速快于销量增速

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
国内平衡重叉车销量 (万台)	38	40	42	44	47
YOY	12%	5%	5%	5%	5%
电动化率 (按年+5pct)	29%	34%	39%	44%	49%
锂电化率 (按年+5pct)	66%	71%	76%	81%	86%
均价 (万元)	7.5	7.7	7.8	8.0	8.1
市场规模 (亿元)	289	310	331	354	379
YOY	16%	7%	7%	7%	7%
海外平衡重叉车销量 (万台)	61	64	67	71	74
YOY	5%	5%	5%	5%	5%
电动化率 (按年+1pct)	43%	44%	45%	46%	47%
锂电化率 (按年+8pct)	30%	38%	46%	54%	62%
均价 (万元)	16.6	16.4	16.2	16.1	15.9
市场规模 (亿元)	1012	1051	1094	1137	1183
YOY	5.0%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%

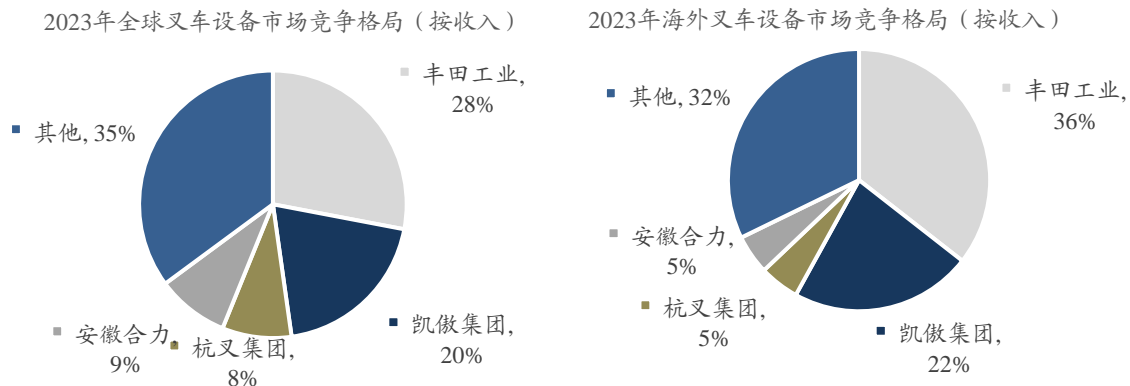
## 2.2 双龙头海外份额合计约10%，锂电化助力弯道超车

- 我国叉车出海核心逻辑为份额提升。我们测算2023年全球叉车整机市场规模约1600亿元人民币，其中国内约400亿元，海外约1200亿元，2023年国产双龙头海外份额合计仅10%，提升空间广阔。
- 国产叉车出海具备交期、性价比、锂电产业链领先三大优势。随海外渠道建设完备、品牌认知度提升，份额提升将带动海外营收增长。

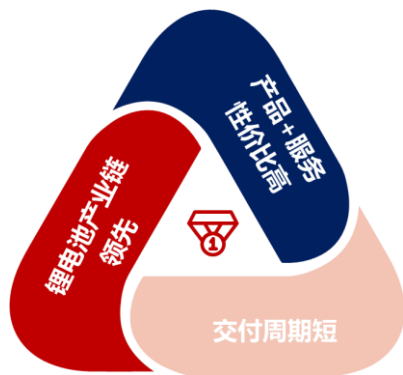
图：2022年主要叉车厂商营收规模对比



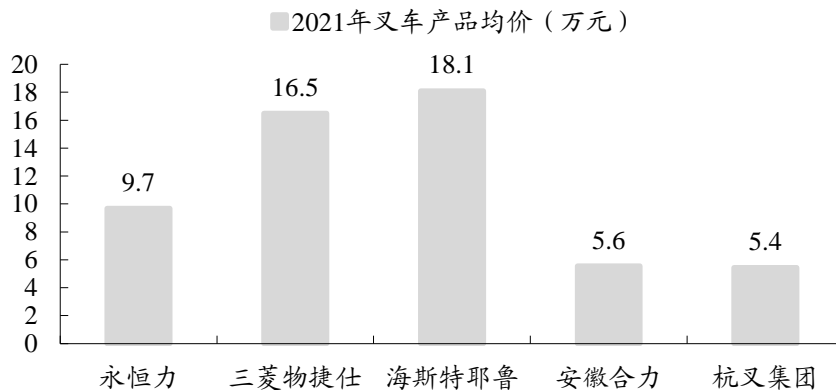
图：我们测算2023年杭叉、合力海外设备市场份额仅各5%，成长空间广阔



图：国产叉车出海具备三大优势



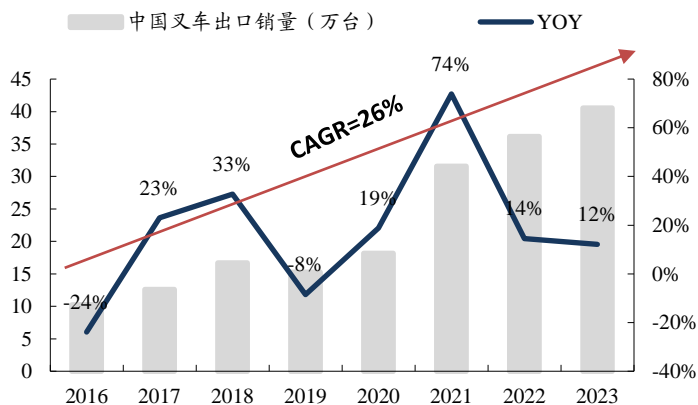
图：海内外主要品牌均价对比



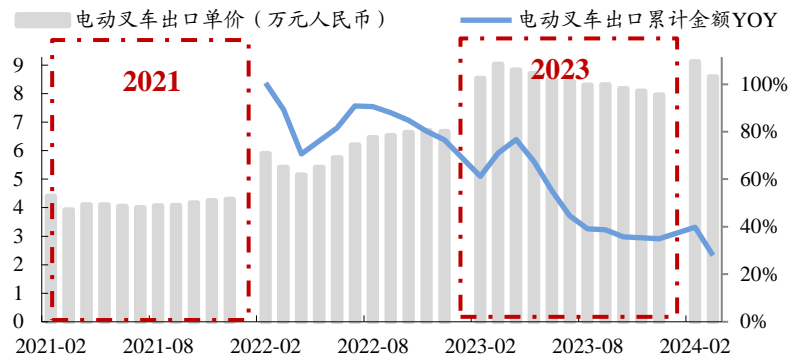
## 2.2 双龙头海外份额合计约10%，锂电化助力弯道超车

- 我国叉车出口自2021年起快速增长。2021年受疫情影响、供应链阻塞，全球叉车订单量达到历史高峰，国产叉车凭交期优势打开海外市场。随后疫情扰动消除，除中国外，2022-2023年主要叉车市场即欧美，新增订单同比增速均出现下滑。在此背景下，国内叉车出口仍稳健增长，龙头新签订单仍向上，海外营收增速维持高位，即份额提升逻辑持续兑现。
- 2021-2023年出口电动叉车单价上行明显，均价从4万元翻倍至8万元。锂电叉车占比提升，结构持续优化，金额增速快于销量增长。

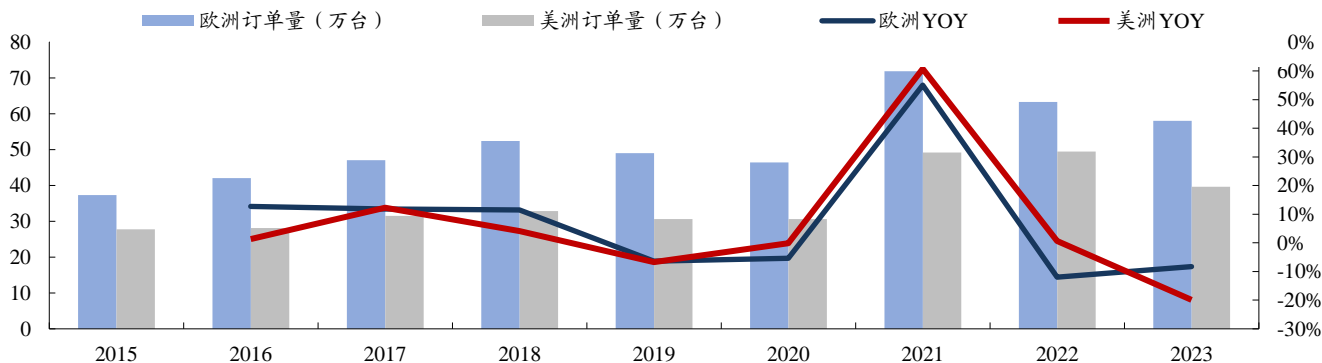
图：2016-2023年国产叉车出口销量CAGR达26%



图：电动叉车出口单价逐年提升，出口结构持续优化



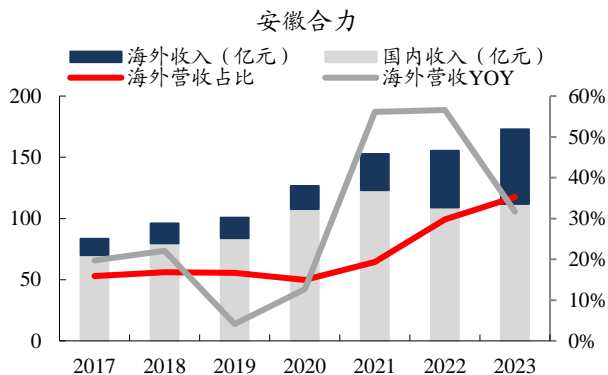
图：2022-2023年欧美洲叉车订单量下滑，国内叉车出口维持高增，反映提份额逻辑兑现



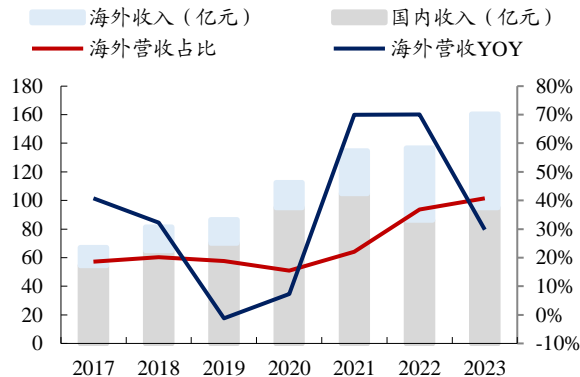
## 2.2 双龙头海外份额合计约10%，锂电化助力弯道超车

- 受益海外竞争力兑现，国产叉车双龙头海外营收高速增长，占比提升。2019-2023年杭叉集团、安徽合力海外营收复合增速分别为41%/38%。
- 出口设备机型更加高端，毛利率显著高于国内，且随着锂电平衡重叉车占比提升，呈稳中有升趋势。海外收入占比提升、内部大车占比提升将带动国产龙头利润率中枢上移。

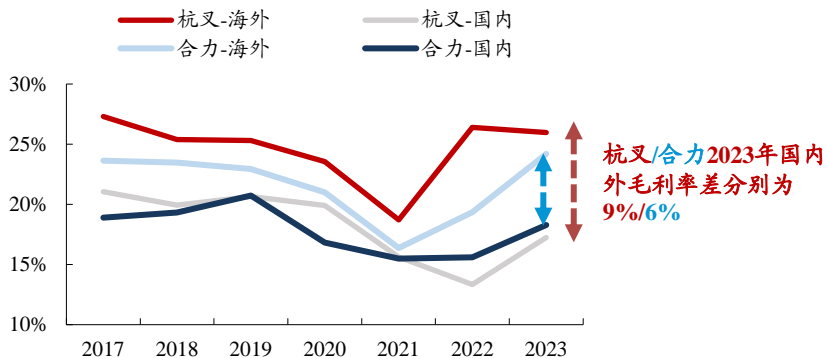
图：2023年安徽合力海外营收占比提升至35%



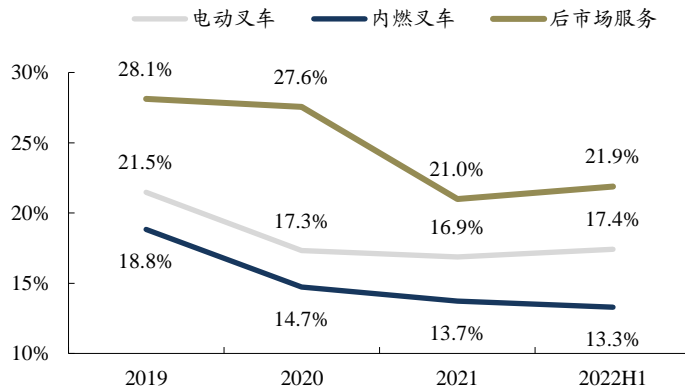
图：2023年杭叉集团海外营收占比提升至41%



图：杭叉、合力海外毛利率高于国内6-9pct



图：安徽合力分业务毛利率：后市场业务>电动叉车>内燃叉车



## 2.2 双龙头海外份额合计约10%，锂电化助力弯道超车

- 根据我们测算，2023年海外叉车设备市场空间约1200亿元。国产龙头份额每提升1-2pct，对应海外收入增速20%-30%。
- 核心假设：（1）海外叉车配置高于国内，且具备品牌溢价。我们参考海外叉车厂单车均价，参考海斯特耶鲁均价18万元（48%油车\*12万+12%三类车\*1万+40%一二类车\*28万），谨慎预计1-5类车海内外价差分别为40%/50%/5%/50%。（2）全球叉车销量总盘子基本稳定，2021-2025年全球叉车销量复合增速约3%。

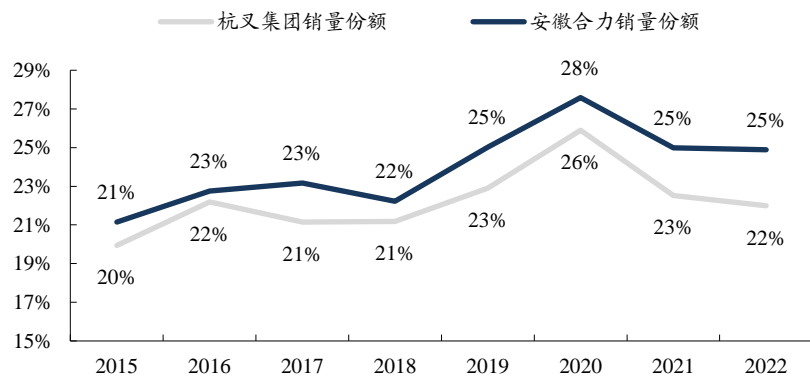
		2021	2022	2023	2024E	2025E	2021-2025CAGR
全球叉车销量 (万台)		198	201	211	218	225	3.2%
YOY		25%	1%	5%	3%	3%	
全球叉车市场规模 (亿元)		1534	1601	1682	1757	1838	4.6%
平均单价 (万元)		7.8	8.0	8.0	8.1	8.2	
销量占比	一类车	15%	17%	18.2%	20.2%	22.1%	
	二类车	7%	7%	6.6%	6.5%	6.3%	
	三类车	46%	47%	46.4%	45.6%	44.7%	
	四/五类车	32%	29%	28.6%	27.7%	26.9%	
海外叉车销量 (万台)		119	132	135	137	140	4.1%
YOY		24%	11%	2%	2%	2%	
海外叉车市场规模 (亿元)		1125	1223	1258	1298	1344	4.6%
平均单价 (万元)		9.4	9.3	9.4	9.5	9.6	
销量占比	一类车	18%	19%	21%	22%	24%	
	二类车	11%	10%	9%	9%	9%	
	三类车	45%	46%	45%	45%	44%	
	四/五类车	27%	25%	25%	24%	23%	
国内叉车销量 (万台)		78	69	77	80	84	1.8%
YOY		27%	-12%	12%	5%	5%	
国内叉车市场规模 (亿元)		409	377	424	459	494	4.8%
平均单价 (万元)		5.2	5.5	5.5	5.7	5.9	
销量占比	一类车	10%	12%	14%	17%	19%	
	二类车	1%	2%	2%	2%	2%	
	三类车	48%	48%	48%	47%	47%	
	四/五类车	40%	38%	36%	34%	33%	
安徽合力	海外收入 (亿元)	30	46	61	79	99	35.4%
	国内收入 (亿元)	123	109	112	121	131	1.5%
	海外份额	3%	4%	5%	6%	7%	
	国内份额	30%	29%	26%	26%	26%	
杭叉集团	海外收入 (亿元)	30	50	62	74	89	31.6%
	国内收入 (亿元)	105	86	95	100	110	1.2%
	海外份额	3%	4%	5%	6%	7%	
	国内份额	30%	29%	22%	22%	21%	



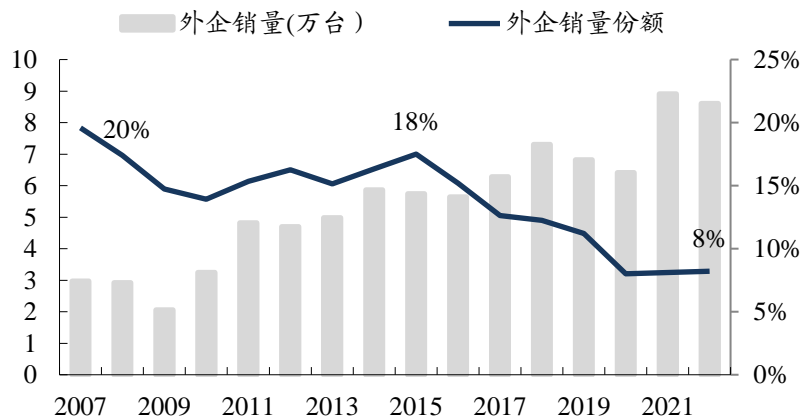
## 2.3 叉车行业具备四大壁垒，龙头优势显著

- 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) 研发硬实力：锂电化+出海要求企业提前布局、做产品本地化。
- 远期来看，我们判断在国内市场，双龙头先发优势显著，地位稳固。海外市场，国产品牌具备交期、性价比优势，锂电技术有望弯道超车。龙头出海更早，渠道和产品同样具备先发优势。
- 2022年杭叉、合力收入体量仅约全球龙一丰田的15%、龙二凯傲的30%，随份额提升收入有望持续增长。

图：2015-2020年杭叉集团和安徽合力国内销量份额稳中有升，近两年略微下滑，2022年合计份额达47%



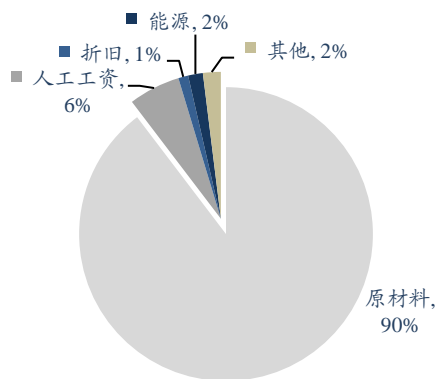
图：2022年我国叉车行业外企销量份额仅8%



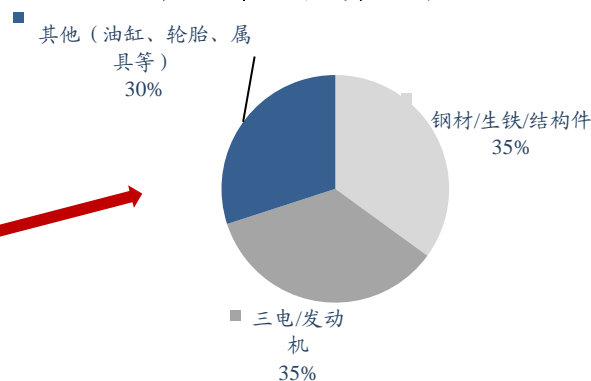
## 2.3 叉车行业具备四大壁垒，龙头优势显著

- 叉车设备成本构成中，钢材、发动机、平衡重、三电等原材料和配套零部件占比90%以上。其中钢材、电池等原材料价格对盈利能力影响较大。
- 我们判断头部企业盈利能力将持续强于第二三梯队，保证市场地位稳固，份额持续提升：（1）成本优势明显：采购话语权更强、规模效应更充分。（2）业务结构更优：高端大车占比更高、且较大的设备保有量为后市场业务的开展提供支撑。

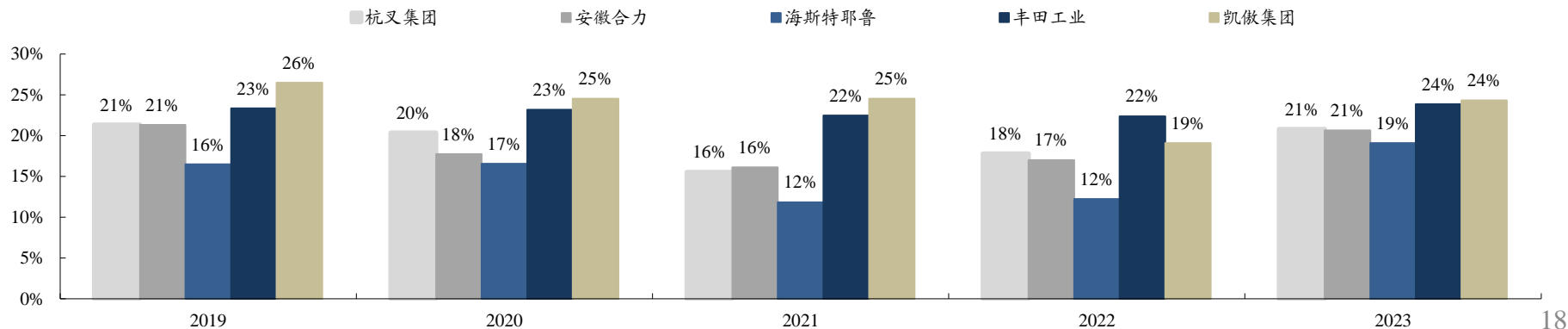
图：2023年安徽合力成本结构



图：叉车设备成本结构



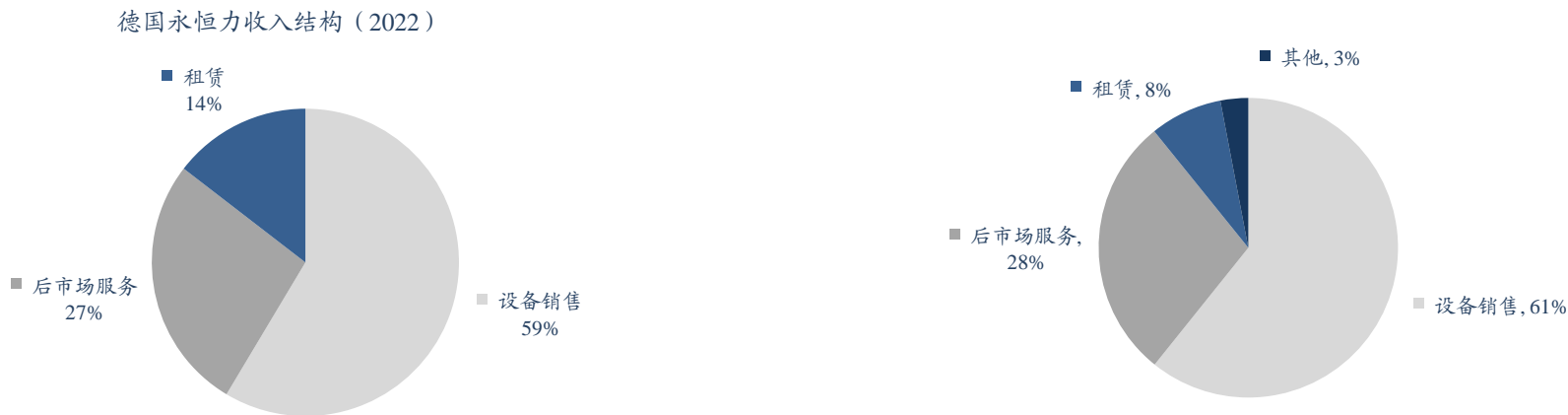
图：后市场业务占比较高的丰田、凯傲综合毛利率水平更高



## 2.4 远期看，后市场业务有望助力可持续发展

- 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，随设备保有量提升，远期看后市场业务将接力设备，贡献持续业绩增长。

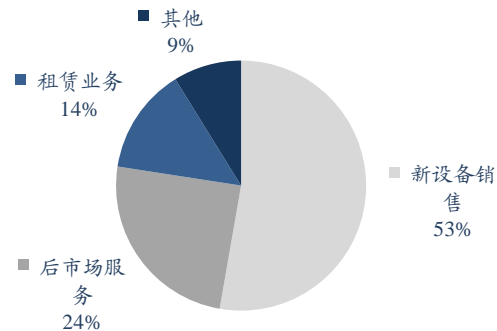
图：后市场与租赁约占海外龙头永恒力、物捷仕收入40%



图：2023年后市场与租赁约占海外龙头凯傲叉车部门收入比重38%

KION GROUP AG – Annual Report 2023  
Revenue with third parties by product category

in € million	2023	2022	Change
<b>Industrial Trucks &amp; Services</b>	<b>8,464.2</b>	<b>7,344.2</b>	<b>15.3%</b>
New business	4,465.2	3,623.2	23.2%
Service business	3,999.0	3,721.0	7.5%
- Aftersales	2,089.7	1,940.7	7.7%
- Rental business	1,163.6	1,105.9	5.2%
- Used trucks	460.8	418.0	10.2%
- Other	284.9	256.3	11.2%
<b>Supply Chain Solutions</b>	<b>2,968.4</b>	<b>3,789.4</b>	<b>-21.7%</b>
Business solutions	1,930.9	2,827.6	-31.7%
Service business	1,037.4	961.8	7.9%
<b>Corporate Services</b>	<b>1.1</b>	<b>1.9</b>	<b>-41.8%</b>
<b>Total revenue</b>	<b>11,433.7</b>	<b>11,135.6</b>	<b>2.7%</b>





- 一、板块利润增速显著强于营收，锂电化+全球化逻辑兑现
- 二、叉车行业成长性强于周期性，继续看好成长确定性强的国产龙头
- 三、投资建议与风险提示

## 3.1 投资建议

### ● 我们认为叉车行业短中期成长逻辑可持续：

**短期展望2024年**，（1）国内有望受益环保&设备更新政策：在环保政策收紧趋势下，国四柴油车替代存量国二及以下柴油车、高价值量锂电叉车渗透率提升，内销有望继续增长，结构优化。此外，2024年3月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，推进重点行业设备更新改造，且提出要分行业分领域实施节能降碳改造。后续随政策落实，叉车行业有望受益。（2）海外景气度未见下行，国产叉车短交期、锂电化领先逻辑仍在，份额提升驱动销量增长。

**中期看**，（1）行业锂电化仍有空间，2023我国平衡车电动化率约31%，低于欧美48%水平（按订货量测算）。锂电叉车价格约为燃油车价格2倍，且毛利率高于燃油车。（2）出海份额提升空间大，2023年海外叉车市场约1200亿元，国产双龙头【安徽合力】、【杭叉集团】份额仅各5%，随性价比、交期、锂电产业链三大优势兑现，国产品牌有望弯道超车。

● 国内双龙头【安徽合力】、【杭叉集团】具备产品矩阵完整、渠道建设和锂电化进程领先优势，增长确定性强，建议持续关注。

图：可比公司估值表（2024/5/15）

2024/5/15			市值	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司	货币单位	（亿元）	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603298.SH	杭叉集团	人民币	317	17.2	20.5	24.3	29.3	18	15	13	11
600761.SH	安徽合力	人民币	215	12.8	15.6	18.3	22.5	17	14	12	10
603611.SH	诺力股份	人民币	57	4.6	5.7	6.9	7.4	12	10	8	8
6201.T	丰田工业	日元	49,055	1,929	2,288	2,766	2,926	25	21	18	17
JUN3.DF	永恒力 PRE	欧元	15	3.0	3.1	3.5	3.7	5	5	4	4
HY.N	海斯特-耶鲁物料搬运	美元	13	1.3	1.4	1.4	1.5	11	10	10	9

数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

注：杭叉集团、安徽合力为东吴预期，诺力股份为Wind一致预测，其他企业为Bloomberg一致预测

## 3.2.1 安徽合力估值模型

单位: 亿元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
叉车	95	101	127	152.67	155.47	173	195	221	253
YOY	16%	6%	26%	20%	2%	11%	13%	13%	14%
销量(万台)	13	15	22	27	26	29.2	33	37	41
YOY	15%	15%	45%	25%	-5%	12%	13%	11%	11%
单价(万元)	7.2	6.6	5.7	5.6	6.0	5.9	5.9	6.0	6.2
毛利率	20%	21%	17%	15.6%	16.7%	20.4%	20.2%	20.7%	21.1%
-国内	80	84	108	123	109	112	121	131	141
YOY		5%	28%	14%	-11%	3%	8%	8%	8%
毛利率	19%	21%	17%	15%	16%	18%	18.0%	18.0%	18.0%
销量(万台)				21	18	18.9	20	21	22
YOY					-13%	3.0%	8.0%	5.0%	5.0%
单价(万元)				5.8	6.0	5.9	5.9	6.1	6.3
-海外	16	17	19	30	46	61	79	99	124
YOY		4%	13%	56%	57%	32%	30%	25%	25%
毛利率	23%	23%	21%	16%	19%	24%	25.0%	25.5%	25.5%
销量(万台)				6	8	10.1	13	15	18
YOY					22%	30%	25%	20%	20%
单价(万元)				4.6	6.0	6.0	6.3	6.5	6.8
营业总收入	97	101	128	154	157	175	198	224	256
YOY	15%	5%	26%	20%	2%	11%	13%	13%	15%
归母净利润	5.8	6.5	7.3	6.3	9.0	12.8	15.3	18.8	22.5
YOY	15.2%	11.7%	12.4%	-13.4%	42.6%	41%	20%	23%	20%
销售毛利率	20.3%	21.3%	17.7%	16.1%	17.0%	20.6%	20.5%	21.0%	21.5%
期间费用率	12.0%	13.1%	10.3%	10.5%	9.9%	11.8%	10.7%	10.3%	10.3%
归母净利润率	6.0%	6.4%	5.7%	4.1%	5.8%	7.3%	7.7%	8.4%	8.8%

图：安徽合力近五年PE中枢约12.6X（截至2024/5/15）



## 3.2.2 杭叉集团估值模型

单位: 亿元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
叉车	81	86	113	135	135	160	189	223	267
YOY	22%	6%	30%	20%	1%	18%	18%	18%	20%
销量(万台)	13	14	21	24.8	23	25	27	29	31
YOY	20%	10%	49%	20%	-7%	7%	8%	8%	8%
单价(万元)	6.4	6.2	5.4	5.4	5.9	6.5	7.1	7.8	8.6
毛利率	21%	22%	20%	16%	17%	20.8%	21.0%	21.1%	21.1%
-国内	65	70	95	105	86	95	104	117	134
YOY		8%	36%	10%	-18%	10%	10.0%	12.0%	15.0%
毛利率	20%	21%	20%	16%	13%	17.2%	17.0%	16.8%	16.6%
销量				19.8	16.2	17.1	18.0	18.9	19.8
YOY					-18%	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
单价(万元)				5.3	5.3	5.5	5.8	6.2	6.8
-海外	16	16	17	30	50	65	85	106	133
YOY		-1%	7%	70%	70%	30%	30.0%	25.0%	25.0%
毛利率	25%	25%	24%	19%	26%	26.0%	26.0%	25.8%	25.6%
销量				5.0	6.8	7.4	8.5	9.6	10.6
YOY					35%	9.1%	15.0%	12.5%	10.0%
单价(万元)				5.9	7.4	8.8	10.0	11.1	12.6
营业总收入	84	89	115	145	143	163	193	227	272
YOY	21%	5%	29%	27%	-1%	14%	18%	18%	20%
归母净利润	5.5	6.4	8.4	9.1	9.9	17.2	20.5	24.34	29.3
YOY	15.2%	17.9%	30.0%	8.4%	8.7%	74.2%	19.3%	18.6%	20.3%
销售毛利率	20.6%	21.3%	20.4%	15.5%	16.7%	20.8%	21.0%	21.1%	21.1%
期间费用率	12.5%	13.1%	13.0%	9.2%	9.8%	9.7%	9.6%	9.5%	9.4%
归母净利润率	6.5%	7.3%	7.3%	6.3%	6.9%	10.57%	10.64%	10.71%	10.76%

图：杭叉集团近五年PE中枢约16.4X（截至2024/5/15）



- **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，技术壁垒相对低。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。



# 免责声明

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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