

叉车出海专题
国产叉车锂电化、短交期优势可持续，
看好出海份额提升与结构优化

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

二零二四年七月十七日

注：按销售额，平衡重叉车（一、四、五类车）约占市场规模的70%。本文分析锂/电动化均以平衡重叉车为分析对象。

本文旨在解读两大问题：

一、国内、海外市场平衡重叉车当前锂电化率水平与提升空间

锂电叉车相对铅酸叉车、内燃叉车具备明显的经济性与环保性：（1）相对铅酸叉车，锂电叉车具备快充、无记忆、放电温度区间宽、维护维保成本低等优点，根据我们测算，铅酸叉车全生命周期设备+维保成本为锂电叉车的1.5倍。（2）相对内燃叉车，锂电叉车具备低排放、低维保、低使用成本（电费<油费）等优点，根据我们测算，保证日工作小时 ≥ 8 ，锂电叉车的购买+使用成本不到两年即可与内燃叉车打平。

锂电化，即锂电叉车替代内燃、铅酸叉车为行业发展趋势，2023年国内、海外锂电化率分别为19%/13%，提升空间广阔。

（1）国内，锂电化为锂电叉车替代内燃叉车：2023年我国国内市场叉车电动化率为29%，低于海外44%水平（欧洲65%、美洲31%），而锂电化率仅20%。

（2）海外：锂电化为锂电叉车替代铅酸叉车：我们测算2023年海外市场锂电化率仅13%。由于海外锂电产业链不如国内完备，锂电池与铅酸电池价格差较大，叉车锂电化进展速度较慢。

二、国产叉车出海的核心优势与份额提升空间

龙头企业产业链布局优势显著，短交期&锂电化优势仍可持续。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，国产叉车凭短交期、性价比和锂电型谱齐全等优势打开海外市场，销量份额从15%提升至19%。疫情扰动消除后，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，2023年欧洲、美洲叉车订单分别同比下降8%/20%。在此背景下，国内叉车出口仍稳健增长。我们观察到疫后全球供应链恢复，丰田、凯傲等海外龙头在手订单消化速度并没有明显提升，且根据我们的产业链调研，海外头部企业交期反而有所延长。其原因为（1）部分产业链自国内向海外转移，效率降低、成本提升。（2）海外锂电产业链实力弱于国内，锂电产品研发速度较慢。即当前时点，国产叉车龙头短交期与锂电化优势仍在。根据我们测算，2023年海外叉车市场规模1600亿人民币，国产双龙头份额仅各5%，份额提升将驱动收入增长。

此外，尽管2023年国产叉车海外销量份额已达到30%，但出口结构仍有明显优化空间。（1）低价值量的三类车仍占出口销量比重近六成：2023年一/二/三/四/五类车出口销量占比分别为15%、3%、57%、26%。出口车型仍有优化空间。（2）出口平衡重叉车锂电化率仍有提升空间。2023年出口的一类车中，锂电叉车占比约60%，仍有提升空间。

投资建议：国产龙头具备（1）海外销售渠道建设领先、（2）锂电化产品布局完善、（3）品牌认可度高、（4）供应链管理效率高，交期较短等优势，出海速度与车型结构优化速度明显领先行业。杭叉集团、安徽合力海外营收复合增速分别为42%/38%，杭叉集团海外营收占比从19%提升至41%，安徽合力海外营收占比从19%提升至35%。由于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，2023年出口叉车毛利率高于内销6-9pct。看好海外收入占比提升、内部大车占比提升将带动国产龙头利润率中枢上移。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】，建议关注大车战略推进的【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、国内/海外平衡重叉车中锂电叉车占比仅19%/13%，提升空间广阔

■ 二、国产企业产业链布局优势显著，短交期&锂电化优势仍可持续

■ 三、投资建议与风险提示

1.1 锂电叉车兼具经济性与环保性，为行业发展趋势

● 锂电叉车相对内燃/铅酸叉车具备经济性。

表：锂电叉车相对铅酸叉车优势明显

	铅酸叉车	锂电叉车
初始采购成本（万元）	12	14
蓄电池八年充电费用	铅酸电池充满电消耗费用约70元。每台车2组铅酸电池，每天均需要完成饱和充电。 充电费用=70元*2组*24天*12月*8年≈32万元	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。 充电费用：36元*2次*24天*12月*8年≈16万元
新电池购买成本	铅酸蓄电池：2万元/组*2组=4万元	锂电池：5万元/组*1组=5万元
蓄电池八年更新成本	2次*2万元/组*2组=8万元	0
电池维护成本	1000元/年/组*2组*8年=1.6万元	500元/年/组*8年=0.4万元
八年设备+电池更新维保成本	54	35
有容排放	充电时释放酸雾，使用时排放氢气，有安全隐患	零排放，不产生任何有害气体
工作温度范围	负20°C下的放电效率仅为50%，当温度低至-40°C时，铅酸电池几乎无法放电	负20°C时放电效率超过80%，即使温度低至-40°C，其放电效率仍超过60%
其他成本		
充满电耗时	8-10小时	1-2小时
报废处理费用	铅酸电池属于危废，需要指定有资质的厂家处理	锂电池不属于危废，报废处理无需另外支付费用
充电间维护成本	铅酸电池需要专业充电间充电，充电间需要通风、防腐等，每年均需要一定的维护费用。	无需充电间

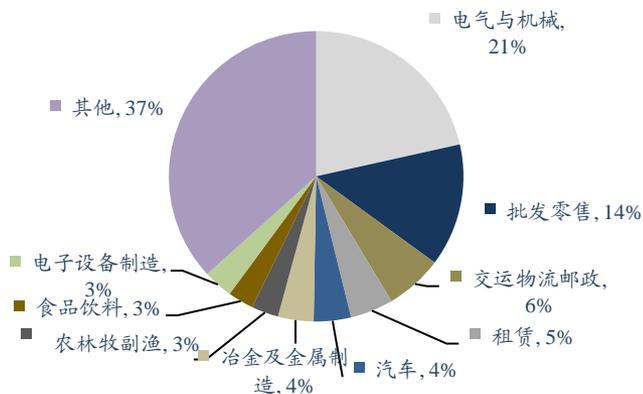
表：锂电叉车经济性显著强于内燃叉车（以3t叉车为例）

	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

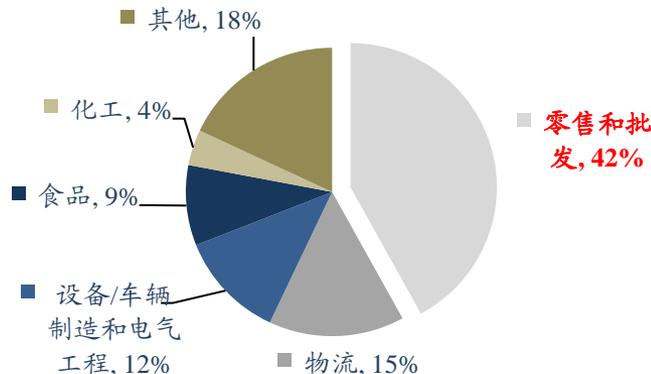
1.1 锂电叉车兼具经济性与环保性，为行业发展趋势

- 锂电叉车相对内燃叉车具备环保性。下游产业升级、对环保要求的提高或将加速电动叉车渗透率提升。

图：2023年国内叉车下游结构（按行业）

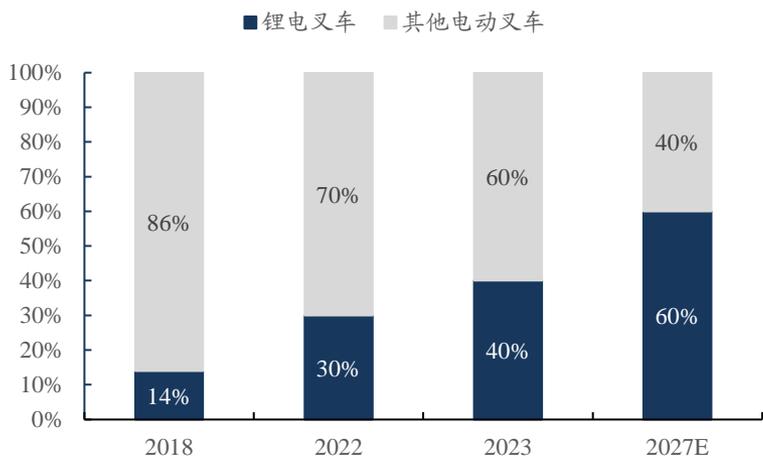


图：2023年永恒力收入结构中，零售与批发占比达42%

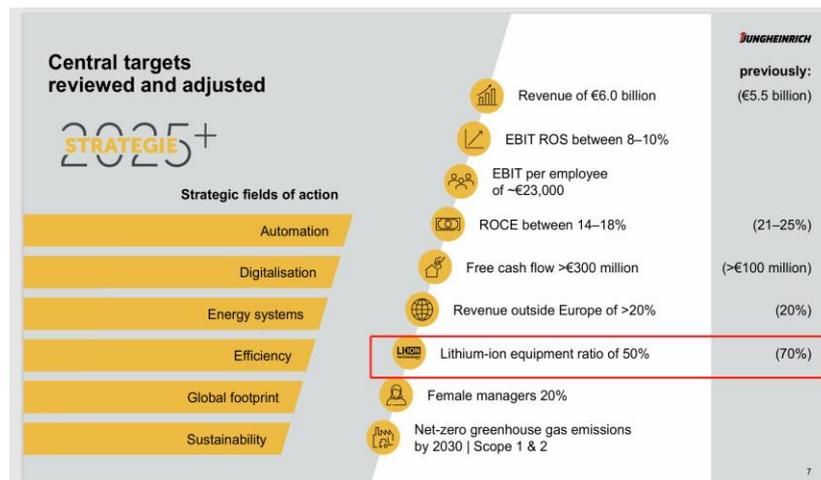


注：永恒力叉车电动化率为100%

图：根据凯傲预测，2027年全球叉车锂电化率将翻倍至60%



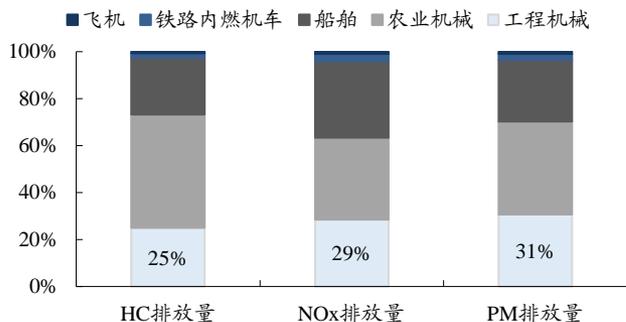
图：永恒力提出2025年前锂电化率达50%



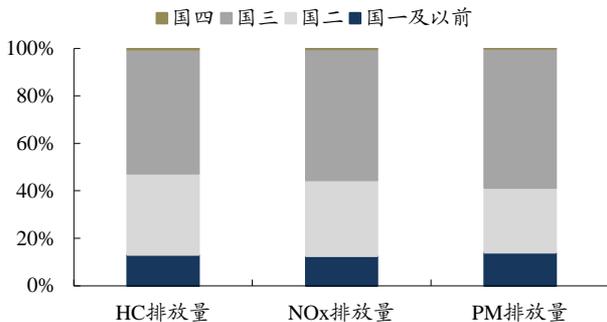
1.1 锂电叉车兼具经济性与环保性，为行业发展趋势

- 工程机械排放量占非道路移动机械30%，为主要排放源之一。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，叉车行业同样受益。

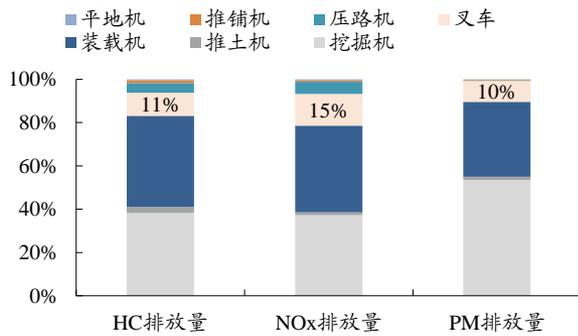
图：2023年工程机械HC、NOx、PM排放量约占非道路移动机械30%



图：2022年国三及以下标准工程机械排放量占比99%



图：2023年叉车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。	

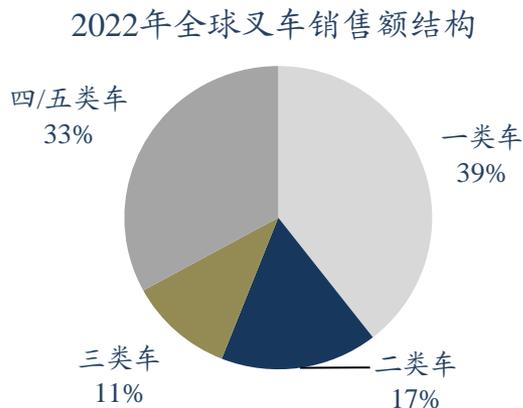
表：大规模设备更新相关政策梳理

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》

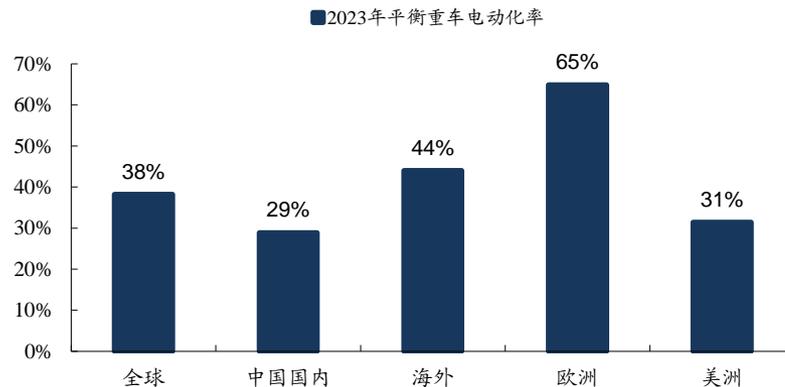
1.2 海外、国内平衡重叉车锂电化分别为19%/13%，提升空间广阔

- 2022年按全球叉车销售额，平衡重叉车（一、四、五类车）约占市场总销售金额的70%。本文后续分析锂/电动化均以平衡重叉车为分析对象。
- 2023年海外、国内平衡重叉车的电动化率（电动叉车占叉车比重）分别为44%、29%。海外分区域，欧洲市场平衡重车电动化率最高，约65%。

图：2022年全球叉车市场结构（按车型、价值量）



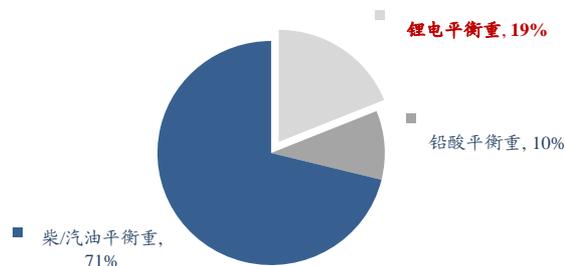
图：2022年我国平衡重叉车电动化率仅29%，低于全球38%水平



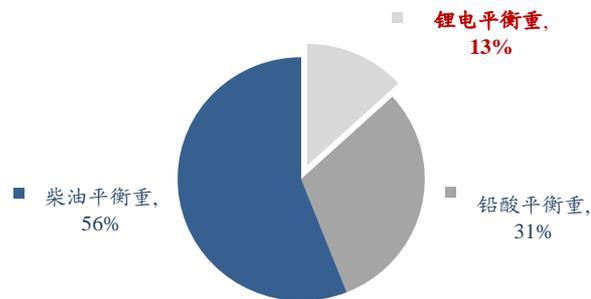
1.2 海外、国内平衡重叉车锂电化分别为19%/13%，提升空间广阔

- 锂电化率为锂电叉车占平衡重叉车的比重。在国内，叉车的锂电化是锂电叉车替代内燃叉车。在海外，叉车的锂电化为锂电叉车替代铅酸叉车。
- 2023年国内、海外锂电化率分别为19%、13%，仍有较大提升空间。

图：2023年中国平衡重叉车销量结构



图：2023年海外平衡重叉车销量结构



图：我国叉车锂电化率领先于海外。锂电化趋势下，叉车行业规模将稳健增长

	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%
锂电叉车占电动叉车比重（按年+5pct）	66%	71%	76%	81%	86%
均价（万元）	7.5	7.7	7.8	8.0	8.1
国内平衡重叉车市场规模（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）	44%	45%	46%	47%	48%
锂电叉车占电动叉车比重（按年+8pct）	30%	38%	46%	54%	62%
均价（万元）	16.7	16.5	16.3	16.2	16.0
海外平衡重叉车市场规模（亿元）	1019	1059	1102	1146	1192
YOY	5.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%

数据来源：Wind，WITS，东吴证券研究所



■ 一、国内/海外平衡重叉车中锂电叉车占比仅19%/13%，提升空间广阔

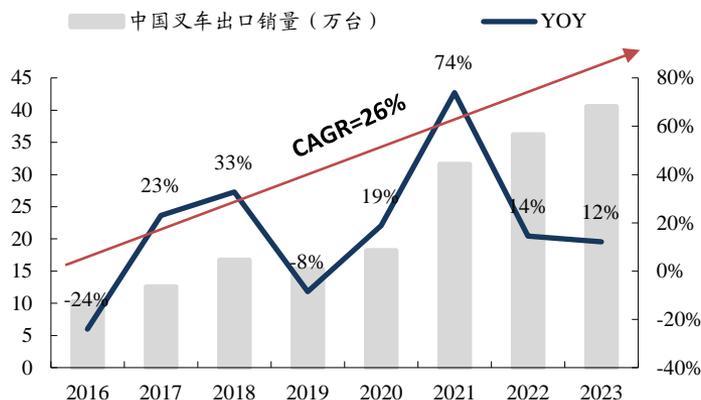
■ 二、国产企业产业链布局优势显著，短交期&锂电化优势仍可持续

■ 三、投资建议与风险提示

2.1 国产叉车出海于2021年迎拐点，三重优势助力弯道超车

- 我国叉车出口自2021年起快速增长，核心逻辑为份额提升。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，国产叉车凭短交期、性价比和锂电型谱齐全等优势打开海外市场，自2020年至2021年，销量份额从15%提升至19%。
- 疫情扰动消除后，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，2023年欧洲、美洲叉车订单分别同比下降8%/20%。在此背景下，国内叉车出口仍稳健增长，销量份额继续提升。

图：2016-2023年国产叉车出口销量CAGR达26%



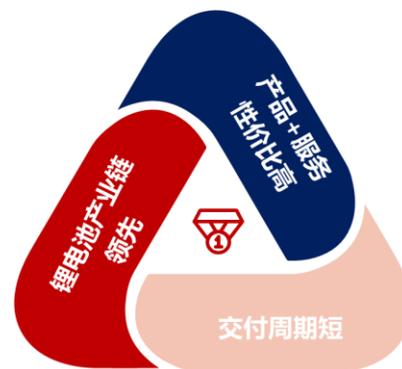
图：2021年起国产叉车海外销量份额快速提升



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



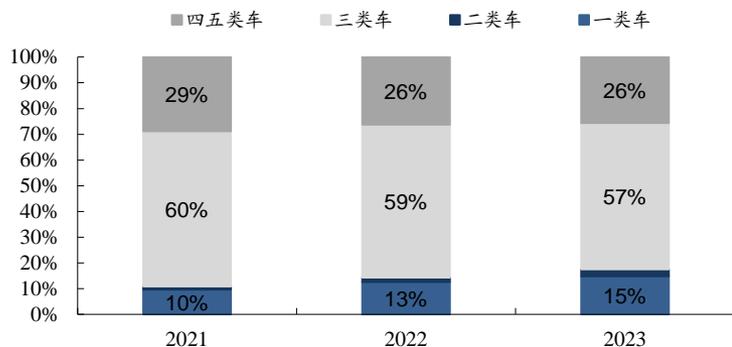
图：国产叉车出海具备三大优势



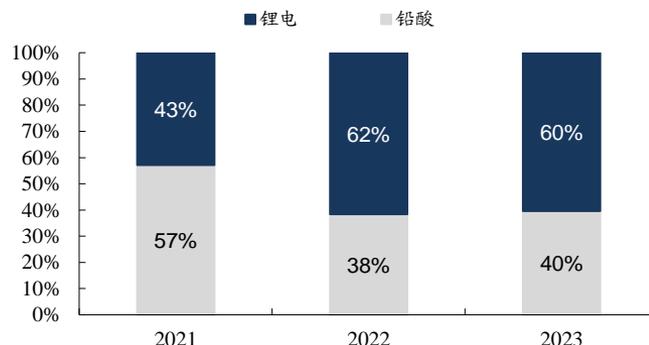
2.1 国产叉车出海于2021年迎拐点，三重优势助力弯道超车

- 2023年国产叉车海外销量份额已达到30%，但出口结构仍有明显优化空间。
 - (1) 低价值量的三类车仍占出口销量比重近六成：2023年一/二/三/四/五类车出口销量占比分别为15%、3%、57%、26%。出口车型仍有优化空间。
 - (2) 出口平衡重叉车锂电化率仍有提升空间。2023年出口的一类车中，锂电叉车占比约60%，仍有提升空间。
- 受益于一、二类车占比提升，一类车锂电化转型，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。出口结构持续优化，金额增速快于销量增长。

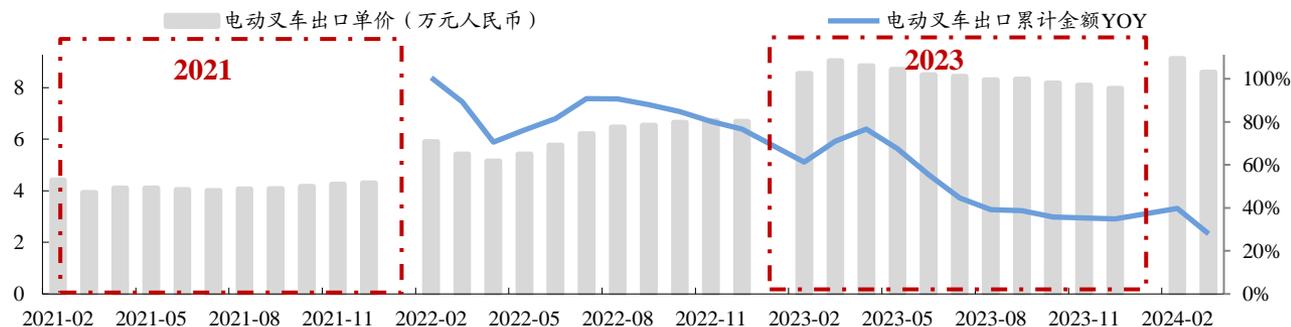
图：分车型看，一类车占出口销量比重仍低



图：出口一类车锂电化率约60%，仍有提升空间



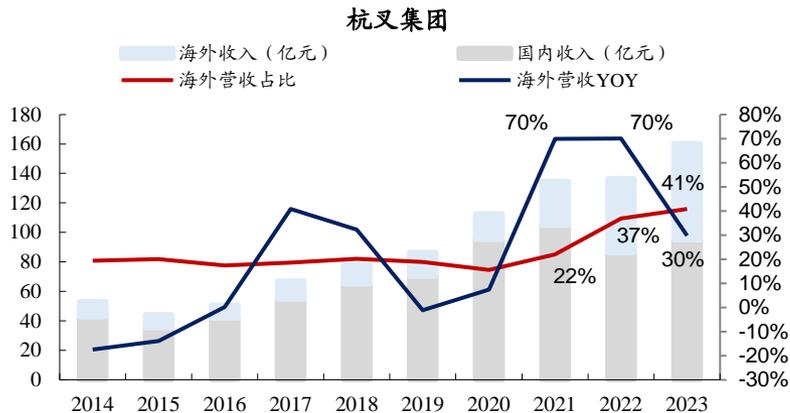
图：电动叉车出口单价逐年提升，出口结构持续优化



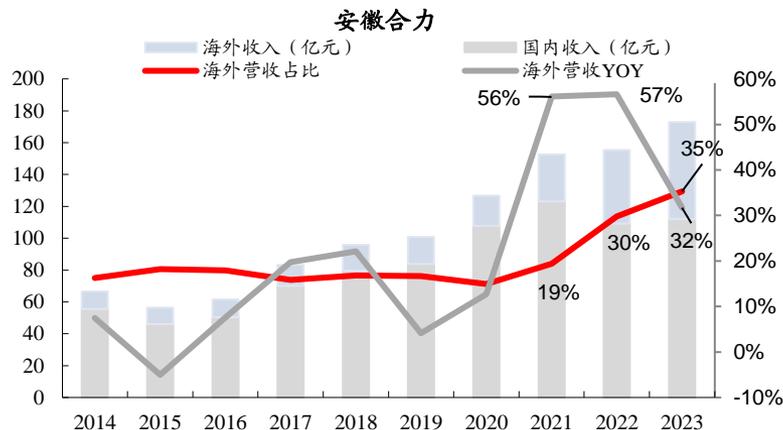
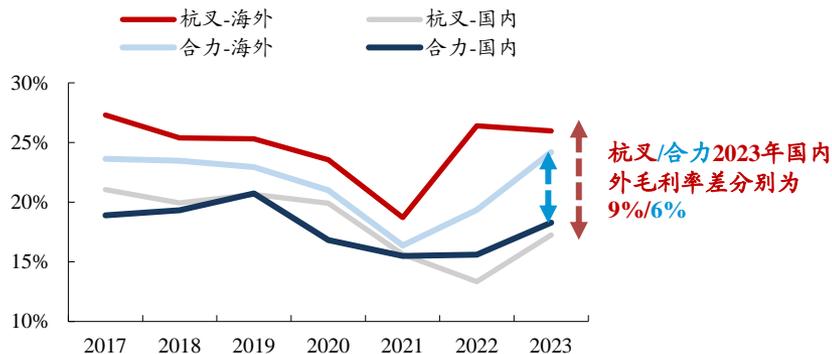
2.2 国产龙头大车锂电化转型领先，出口增速阿尔法明显

- 国产龙头出海速度领先行业：国产龙头具备（1）海外销售渠道建设领先、（2）锂电化产品布局完善、（3）品牌认可度高、（4）供应链管理效率高，交期较短等优势，出海速度与车型结构优化速度明显领先行业。2019-2023年国产双龙头杭叉集团、安徽合力海外营收复合增速分别为42%/38%，杭叉集团海外营收占比从19%提升至41%，安徽合力海外营收占比从19%提升至35%。
- 由于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。

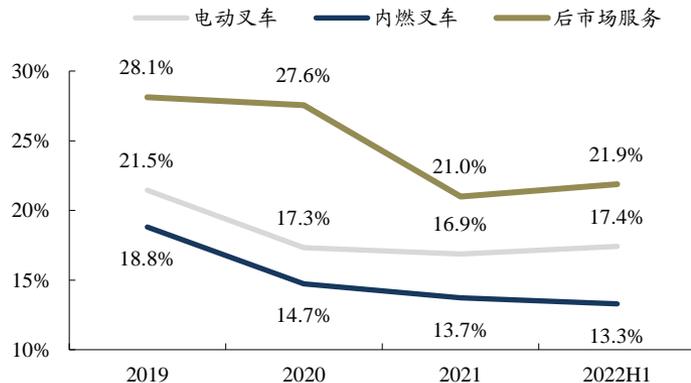
图：国产双龙头海外营收增速显著强于行业



图：杭叉、合力海外毛利率高于国内6-9pct



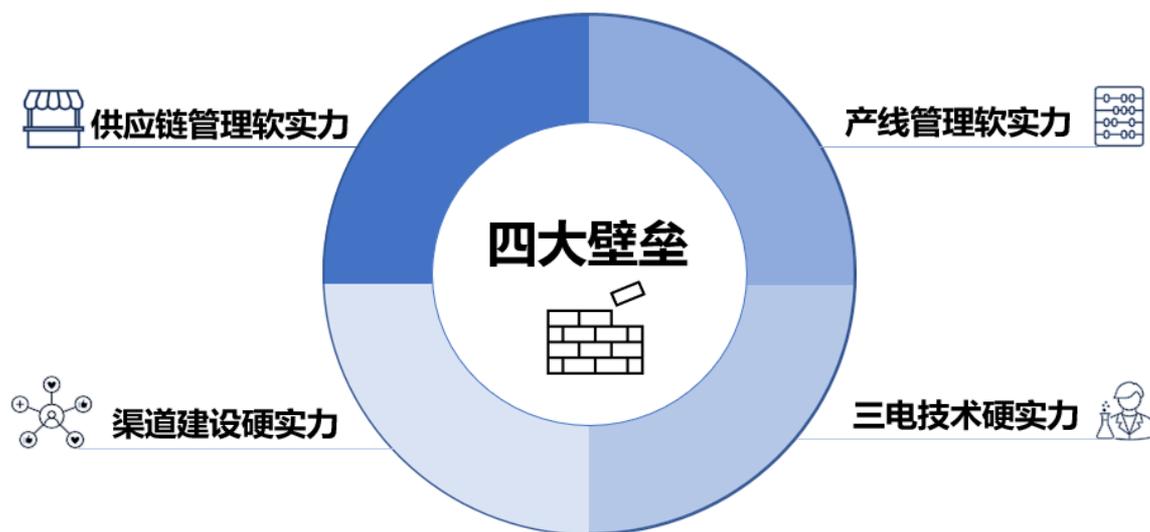
图：安徽合力分业务毛利率：电动叉车 > 内燃叉车



2.3 叉车行业具备四大壁垒，龙头地位有望持续提升

- 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。

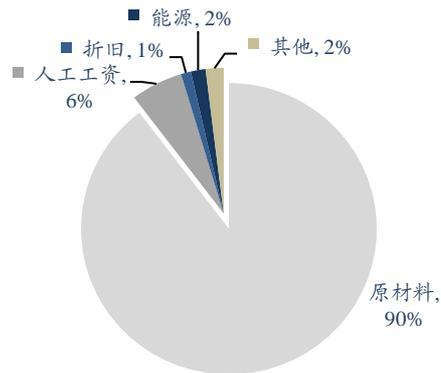
图：叉车行业核心壁垒



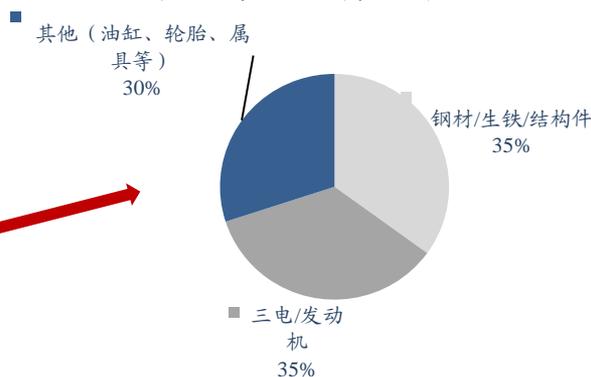
2.3 叉车行业具备四大壁垒，龙头地位有望持续提升

- 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。
- 中长期看，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。

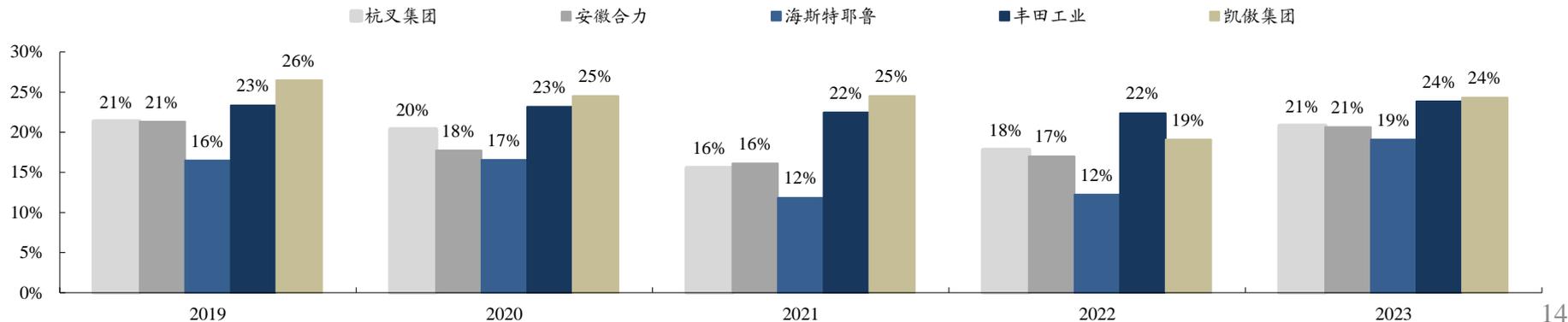
图：2023年安徽合力成本结构



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 双龙头海外份额合计约10%，锂电化助力弯道超车

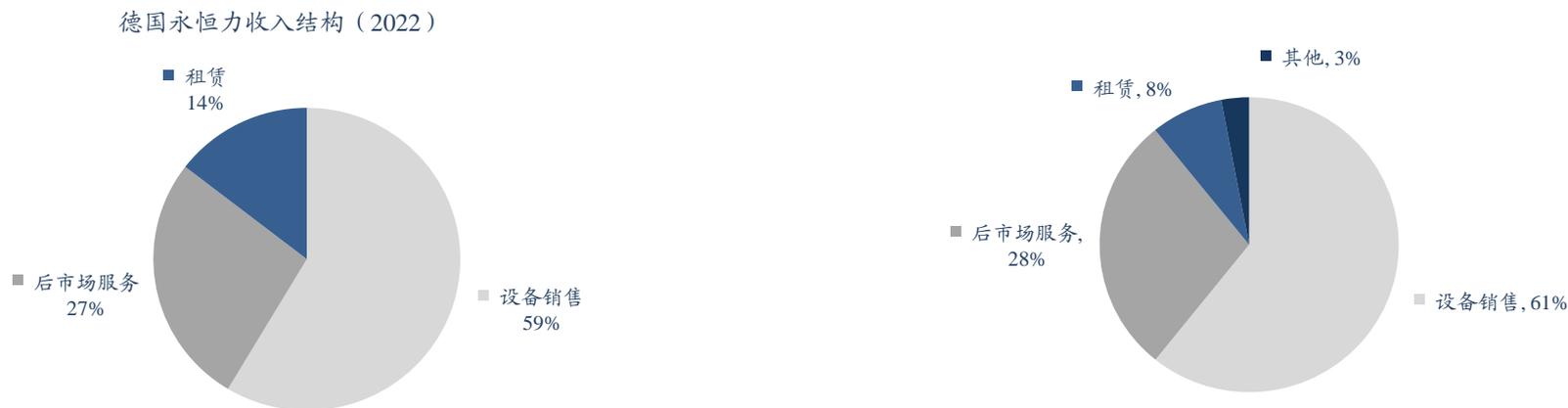
- 根据我们测算，2023年海外叉车设备市场空间约1200亿元。国产龙头份额每提升1-2pct，对应海外收入增速20%-30%。
- 核心假设：（1）海外叉车配置高于国内，且具备品牌溢价。我们参考海外叉车厂单车均价，参考海斯特耶鲁均价18万元（48%油车*12万+12%三类车*1万+40%一二类车*28万），谨慎预计1-5类车海内外价差分别为40%/50%/5%/50%。（2）全球叉车销量总盘子基本稳定，2021-2025年全球叉车销量复合增速约3%。

		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%	

2.4 远期看，海外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售后市场服务，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。

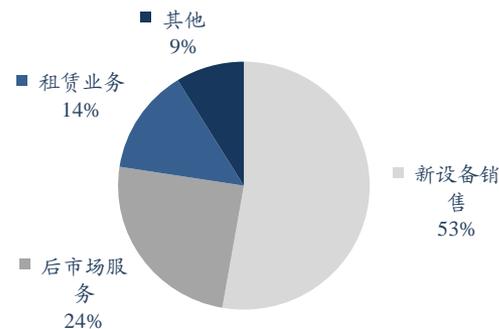
图：2022年后市场与租赁约占海外龙头永恒力、物捷仕收入40%



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
Industrial Trucks & Services	8,464.2	7,344.2	15.3%
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%
Supply Chain Solutions	2,968.4	3,789.4	-21.7%
Business solutions	1,930.9	2,827.6	-31.7%
Service business	1,037.4	961.8	7.9%
Corporate Services	1.1	1.9	-41.8%
Total revenue	11,433.7	11,135.6	2.7%





■ 一、国内/海外平衡重叉车中锂电叉车占比仅19%/13%，提升空间广阔

■ 二、国产企业产业链布局优势显著，短交期&锂电化优势仍可持续

■ 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）国内行业锂电化仍有空间，2023我国平衡车电动化率约29%，低于海外44%水平（按前三季度销量口径）。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，锂电化助力弯道超车。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%，且2023年海外锂电化率仅13%，提升空间广阔。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（2024/7/17）

2024/7/17		货币单位	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			2023-2026
代码	公司			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	CAGR
603298.SH	杭叉集团	人民币	222	17.2	20.5	24.3	29.3	12	10	9	19%
600761.SH	安徽合力	人民币	161	12.8	15.6	18.3	22.5	12	10	8	21%
603611.SH	诺力股份	人民币	39	4.6	5.6	6.6	7.4	7	6	6	17%
6201.T	丰田工业	日元	44,819	1,929	2,288	2,766	2,926	20	16	15	15%
JUN3.DF	永恒力 PRE	欧元	15	3.0	3.1	3.5	3.7	5	4	4	8%
HY.N	HYSTER-YALE	美元	12	1.3	1.4	1.4	1.5	9	9	8	6%

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2024/7/17）



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2024/7/17）



- **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