

# 杭叉集团 (603298.SH)

## 国内叉车龙头，充分受益行业锂电化、全球化发展

优于大市

### 核心观点

**民营叉车龙头，海外收入占比持续增长。**公司是国内叉车双寡头之一，产品包括内燃叉车、电动叉车、AGV 智能工业车辆等，下游应用涵盖智能物流、制造业、租赁、修理等领域。2018-2023 年公司营收/净利润 CAGR 分别为 14.02%/25.78%。分地区看，2018-2023 年海外/国内营收 CAGR 分别为 31.79%/7.86%。

**全球内燃叉车电动化，电动叉车锂电化趋势显著。**全球环保政策日益趋严，电动叉车因其污染小、噪音低、使用成本低等优点，已成为叉车发展趋势，2022 年欧洲/中国/全球电动叉车市占率分别为 89%/71%/64%。**国内方面**，虽然国内电动叉车渗透率已大幅提升，但相较于欧洲仍有一定差距，同时国内平衡重叉车电动化率仍然偏低，未来仍有提升空间。**海外方面**，电动化率较高的欧洲主要以铅酸电池为主，相较于铅酸电池，锂电池具备质量更轻、能量密度高等特点，有望逐步替代铅酸电池。2022 年全球锂电叉车渗透率约 20%，预计 2030 年全球锂电池叉车渗透率超过 50%。

**国内叉车海外市占率持续提升。**从市占率看，中国叉车企业全球市场（除中国区域）份额约为 27.39%，其中电动叉车全球市占率约为 26.45%，内燃叉车全球市占率约为 30.42%，未来市占率仍有提升空间；**从出口结构看**，中国叉车出口以价值量较小的 III 类叉车为主，价值量较高的 I 类叉车出口占比仅约 10%（2022 全球市占率约 16%），有较大成长空间。

**大力推进锂电化、全球化，公司竞争力持续提升。**锂电方面，公司率先发布了 1.5-48t 平衡重式高压锂电叉车、20-60t 锂电牵引车等产品，并积极布局锂电产业链：2017 年成立鹏成新能源与宁德时代合作，主攻叉车锂电池产；2018 年，公司和河南嘉晨智能合作，布局电控、智能仪表等。**全球化方面**，公司已在欧洲、北美、东南亚、大洋洲等成立了多家海外销售型公司、配件服务中心，随着海外渠道的建立，公司品牌力持续增强。随着锂电化、全球化的发展，公司盈利能力有望持续提升。

**盈利预测与估值：**公司系国内叉车行业龙头，充分受益产品电动化、锂电化、业务全球化趋势，业绩有望稳步增长。我们维持 2024-2026 年归母净利润为 20.19/23.93/27.65 亿元，对应 PE 11/9/8 倍，公司合理估值为 20.02-24.64 元（对应 24 年 PE 为 13-16 倍），维持“优于大市”评级。

**风险提示：**宏观经济波动风险；行业竞争加剧；新技术与产品开发的的风险；原材料价格波动的风险；汇率风险。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,412	16,272	18,997	21,997	25,260
(+/-%)	-0.5%	12.9%	16.7%	15.8%	14.8%
净利润(百万元)	988	1720	2019	2393	2765
(+/-%)	8.7%	74.2%	17.3%	18.5%	15.6%
每股收益(元)	1.14	1.84	1.54	1.83	2.11
EBIT Margin	7.4%	10.1%	11.8%	12.3%	12.3%
净资产收益率 (ROE)	15.7%	20.0%	20.5%	21.1%	21.0%
市盈率 (PE)	15.0	9.3	11.1	9.3	8.1
EV/EBITDA	15.1	10.7	10.9	9.0	7.9
市净率 (PB)	2.35	1.85	2.27	1.97	1.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 深度报告

#### 机械设备 · 工程机械

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：年亚颂

0755-81981159

nianyasong@guosen.com.cn

S0980523100002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	20.02 - 24.64 元
收盘价	17.09 元
总市值/流通市值	22385/22385 百万元
52 周最高价/最低价	34.49/16.64 元
近 3 个月日均成交额	213.61 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《杭叉集团 (603298.SH) - 2023 年报点评：持续推进国际化、锂电化，智慧物流打开成长空间》——2024-04-19

《杭叉集团 (603298.SH) - 23H1 业绩同比增长 72%，电动化+国际化拓展加速》——2023-08-19

《杭叉集团 (603298.SH) - 2022 年报&2023 一季报点评：国内叉车龙头企业，加速全球化布局》——2023-04-25

## 内容目录

<b>公司概况：民营叉车龙头，经营稳健</b> .....	<b>5</b>
国内叉车行业龙头企业，发展历史长达 60 多年 .....	5
业绩稳健增长，海外营收占比持续提升 .....	7
<b>行业分析：受益国际化、锂电化，叉车行业景气度向上</b> .....	<b>10</b>
叉车下游主要为制造业和物流仓储业，景气度与宏观经济相关 .....	10
市场规模：2022 年全球/中国叉车销量分别为 201/105 万台 .....	11
竞争格局：全球呈现高集中度格局，国内双寡头垄断 .....	12
行业驱动力一：内燃叉车电动化，电动叉车锂电化 .....	13
行业驱动力二：国产叉车强势出海，行业盈利能力有望提升 .....	15
行业驱动力三：国内制造业、物流仓储业复苏、“机器换人”有望带动叉车需求稳步增长 .....	17
<b>公司分析：海外竞争力持续提升，多元化布局打开成长空间</b> .....	<b>20</b>
前瞻布局新能源，锂电叉车产品齐全 .....	20
加快全球化布局，提升海外竞争力 .....	20
无人驾驶叉车、后市场服务进一步打开公司成长空间 .....	22
<b>盈利预测</b> .....	<b>24</b>
假设前提 .....	24
未来 3 年业绩预测 .....	25
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>26</b>
绝对估值 .....	26
相对估值 .....	27
投资建议 .....	29
<b>风险提示</b> .....	<b>30</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>32</b>

## 图表目录

图 1: 杭叉集团发展历程	5
图 2: 杭叉集团产品分类	6
图 3: 杭叉集团股权结构图	7
图 4: 杭叉集团 2023 年营收同比+12.90%	8
图 5: 杭叉集团 2023 年归母净利润同比+74.23%	8
图 6: 杭叉集团盈利能力稳定	8
图 7: 杭叉集团期间费用率控制良好	8
图 8: 杭叉集团海外收入占比持续提升	9
图 9: 杭叉集团海外毛利率高于国内毛利率	9
图 10: 杭叉集团研发费用率维持在 4%-5%	9
图 11: 杭叉集团股利支付率	9
图 12: 叉车工作原理	10
图 13: 叉车主要组成部分	10
图 14: 叉车分类	11
图 15: 制造业和物流仓储业是叉车核心下游	11
图 16: 全球、中国叉车销量	12
图 17: 2022 全球叉车分区域市场份额	12
图 18: 2021 年全球叉车竞争格局（销量口径）	13
图 19: 安徽合力、杭叉集团历年国内市占率（销量口径）	13
图 20: 全球、欧洲、中国叉车电动化率（销量口径）	14
图 21: 中国电动叉车、内燃叉车历年销量	14
图 22: 2022 年不同地区电动平衡重叉车渗透率（销量口径）	14
图 23: 中国电动叉车细分品类销量情况	14
图 24: 中国锂电叉车销量	15
图 25: 中国锂电、铅酸叉车销量占电动叉车比例	15
图 26: 全球锂电叉车渗透率预测	15
图 27: 中国叉车内销、外销数量	16
图 28: 内销、外销电动叉车渗透率	16
图 29: 中国叉车全球市占率（除中国区域）	16
图 30: 2020、2021 年中国叉车出口类型占比	16
图 31: 安徽合力国内、国外毛利率	17
图 32: 杭叉集团国内、国外毛利率对比	17
图 33: 中国叉车销量与制造业 PMI 相关度较高	17
图 34: 交通运输、仓储和邮政固定资产投资完成额同比增速	18
图 35: 电动仓储叉车销量	18
图 36: 中国社会物流总额（万亿）	18
图 37: 中国 60 岁以上人口数量及占总人口比例	19

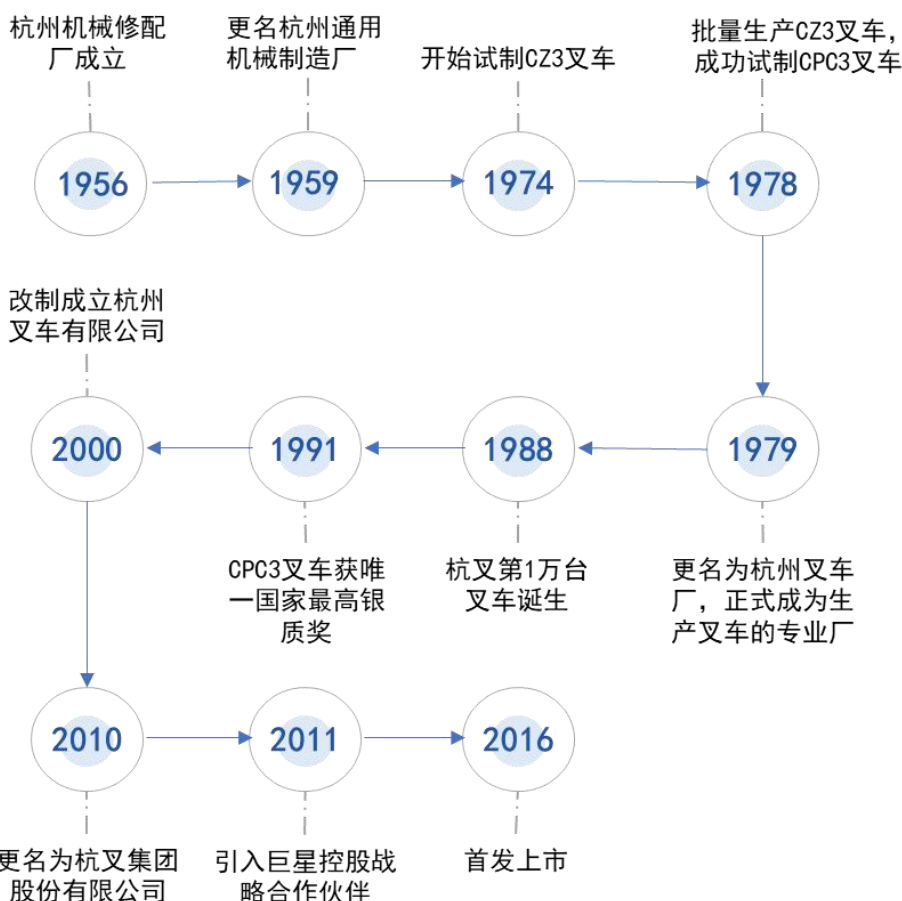
图 38: 中国智能仓储市场规模 .....	19
图 39: 中国移动机器人 (AGVAMR) 销售规模 .....	19
图 40: 杭叉集团锂电叉车产品系列 .....	20
图 41: 杭叉集团海外拓展历史 .....	21
图 42: 杭叉集团全球销售网络 .....	21
图 43: 杭叉集团海外收入占比持续提升 .....	22
图 44: 杭叉集团海外毛利率高于国内毛利率 .....	22
图 45: 杭叉集团智能板块机构 .....	22
图 46: 杭叉智能客户 .....	22
图 47: 2019-2023 年杭叉 PE band .....	27
表 1: 全球主要叉车公司情况 .....	12
表 2: 电动叉车、内燃叉车使用成本对比 .....	13
表 3: 杭叉集团业绩拆分 .....	24
表 4: 未来三年盈利预测 .....	25
表 5: 绝对估值法资本成本假设 .....	26
表 6: FCFF 估值表 .....	26
表 7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	27
表 8: 可比公司 2023 年财务数据对标 .....	28
表 9: 可比公司相对估值 (截至 2024 年 7 月 16 日) .....	29

## 公司概况：民营叉车龙头，经营稳健

### 国内叉车行业龙头企业，发展历史长达 60 多年

- 1) **起步阶段**：1956 年杭州机械修配厂成立，主要从事修配业务，是杭叉集团最早的前身，1959 年更名为杭州通用机器制造厂，拓宽生产 CW6140 机床等业务；
- 2) **成长阶段**：1974 年成功试制 CZ3 叉车并于 1978 年成功实现批量生产，同年公司成功试制 CPC3 叉车并于 1991 年该品种叉车获唯一的国家最高银质奖，代表了公司的产品品质处于国内领先地位。1979 年更名为杭州叉车厂，标志着公司正式成为生产叉车的专业厂；
- 3) **快速发展阶段**：2000 年改制成立杭州叉车有限公司，实行扁平化管理模式和两头强中间精的经营模式，走上快速发展道路。2003 年设立浙江杭叉工程机械股份有限公司，2010 年正式更名为杭叉集团，2011 年引入巨星控股战略合作伙伴；
- 4) **新的阶段**：2016 年上市，自此公司开启新的发展阶段。

图1：杭叉集团发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**公司叉车产品布局全面。**公司产品包括 1-48 吨内燃叉车、0.75-25 吨电动叉车、集装箱正面吊、空箱堆高机、牵引车、搬运车、堆垛车、越野叉车、高空作业车

辆、强夯机等全系列、多品种的产品以及多款 AGV 智能工业车辆，规格品种达上万种，下游应用场涵盖智能物流、制造业、租赁、修理等领域。

**公司积极实施新能源战略。**公司凭借在锂电池、驱动电机、整车电控等关键零部件的前瞻布局，在行业中率先发布了 1.5-48t 平衡重式高压锂电叉车、20-60t 锂电牵引车、集装箱正面吊和空箱堆高机等全系列高压锂电车型。此外，公司还在行业内首先推出了锂电专用前移式叉车、氢燃料电池专用叉车等新能源产品，0.6-48t 全系列产品均实现新能源化。

图2：杭叉集团产品分类

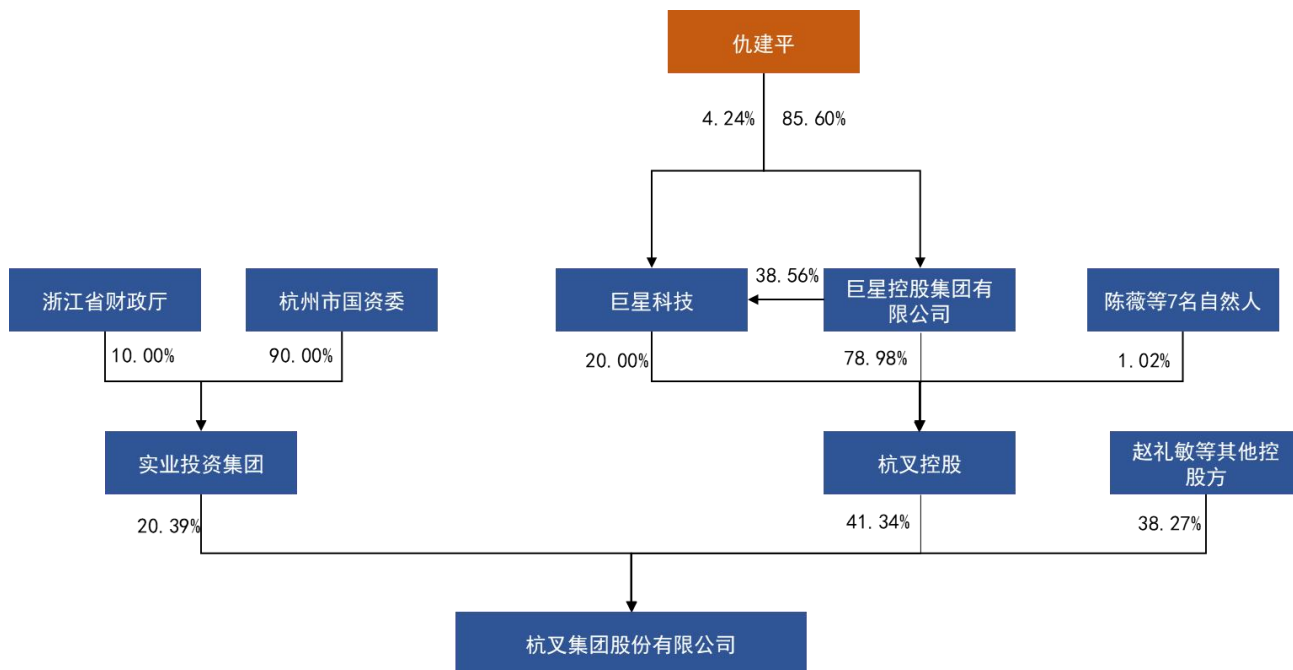


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**民营控股，国资参股。**公司上市前曾长期以职工、国家、经营者多方持股模式进行运营。2011 年引入巨星控股战略合作伙伴后，形成了民营企业控股、国资委参

股的稳定股权结构，并于 2016 年成功上市。目前公司实控人为仇建平，合计持有公司股份 31%。

图3: 杭叉集团股权结构图



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**管理层经验丰富，多位高管持有股份，激励充分。**公司多位高管持有公司股份，截止 2024 年 6 月，高管共持有 3297.4 万股，占公司股份 2.5%，激励充分。

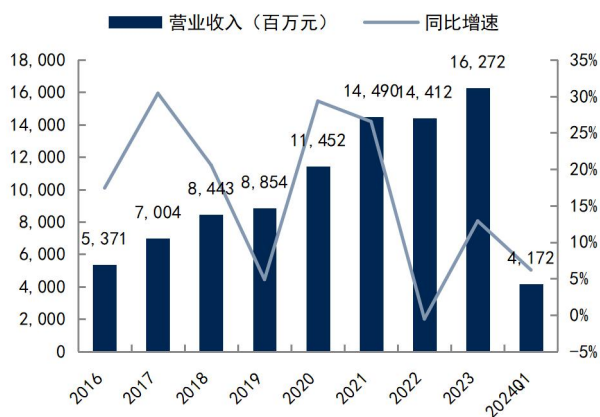
1) **赵礼敏**: 现任公司党委书记、董事长兼总经理，从事叉车行业超过 40 年，历任杭州叉车总厂分厂厂长，制造部部长，副总经理，杭州叉车有限公司总经理，杭叉集团股份有限公司董事长兼总经理。

2) **仇建平**: 现任公司董事，巨星控股集团有限公司创始人、董事长，是恢复高考后的第一批大学生，西安交大工学硕士，早期先后任杭州轻工研究所轻工业工程师、浙江机械进出口公司工程师，1992 年辞职下海，后创立杭州巨星科技股份有限公司，并带领公司通过资产并购的方式拓展业务领域，多次收购国内外行业龙头企业，将巨星集团打造成国际化大型制造企业集团。

### 业绩稳健增长，海外营收占比持续提升

2018-2023 年公司营收/净利润 CAGR 分别为 14.02%/25.78%。公司 2018-2023 年呈现稳健增长，仅 2022 年营收下滑 0.53%，主要系疫情导致国内物流、制造业需求减弱所致，但公司通过改善内外销产品结构，提高盈利能力，保持归母净利润同比增长 8.73%。2023 年公司实现营收 162.72 亿元，同比增长 12.90%，归母净利润 17.20 亿元，同比增长 74.23%，归母净利润高速增长主要系：1) 公司业务结构优化，高毛利率的海外营收占比提高，高毛利率电动叉车、大吨位叉车营收占比提高；2) 原材料价格低位运行。

图4：杭叉集团 2023 年营收同比+12.90%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：杭叉集团 2023 年归母净利润同比+74.23%

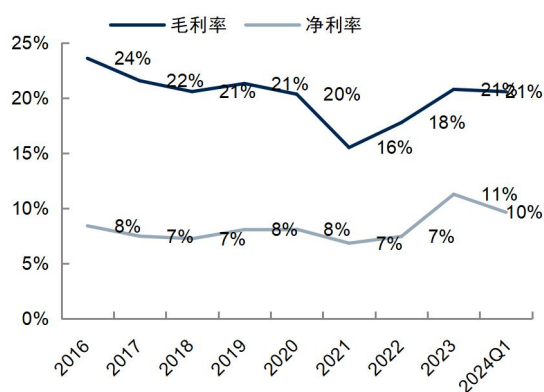


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**公司盈利能力整体稳定，海外毛利率高于国内毛利率。**公司毛利率整体稳定在 20% 左右，2021 年毛利率下降主要系公司将运输费用从销售费用调整至生产成本所致，此外 2021 年下半年原材料价格上涨也对公司毛利率产生一定影响。2022 年以来，公司毛利率企稳回升。2023 公司毛利率/净利率分别为 20.78%/11.27%，同比提升 3.01/3.83 个 pct，盈利能力提升主要系：1) 高毛利率的海外营收占比提高；2) 高毛利率的电动叉车、大吨位叉车营收占比提高；3) 原材料价格低位运行。分地区来看，公司海外毛利率显著高于国内，2023 海外/国内毛利率分别为 5.96%/17.23%。

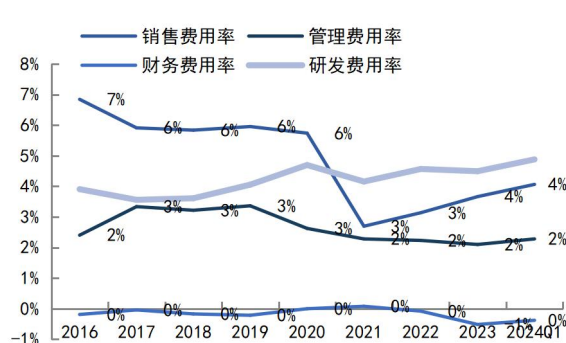
**公司期间费用管控良好。**公司销售费用率 2022 年以来维持在 3% 左右，2021 年大幅下降主要系公司将运输费用由销售费用调整至生产成本所致。管理费用率随着生产规模持续扩大稳步下降。财务费用率方面，公司整体财务费用率较为稳定。

图6：杭叉集团盈利能力稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：杭叉集团期间费用率控制良好



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

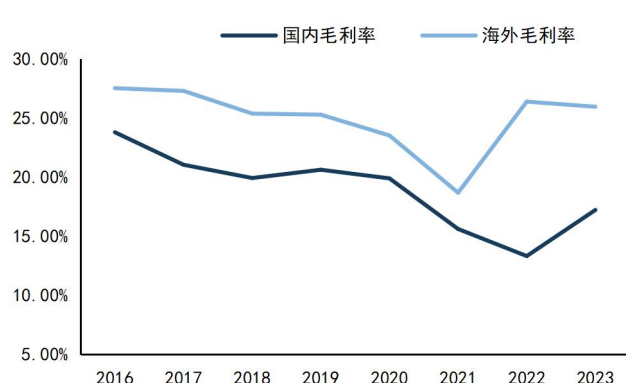


图8: 杭叉集团海外收入占比持续提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

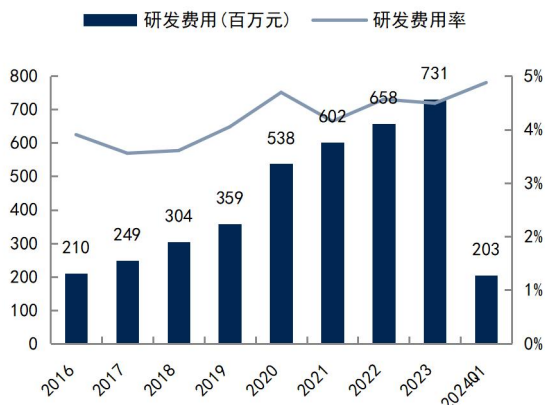
图9: 杭叉集团海外毛利率高于国内毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

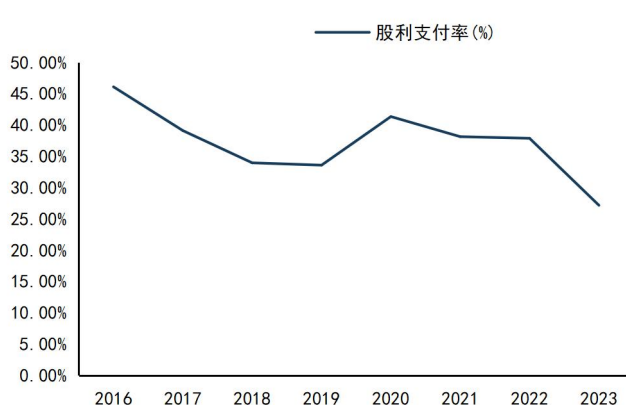
公司研发费用率稳定在 4%-5%。杭叉集团研发费用率维持 4%-5%，研发费用绝对值持续上升，2018-2023 年 CAGR 为 21.44%。分红方面，自 2016 年上市以来，公司累计分红 8 次，累计分红金额为 23.08 亿元。2020-2023 年公司股利支付率分别为 41.36%/38.15%/37.89%/27.19%。

图10: 杭叉集团研发费用率维持在 4%-5%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 杭叉集团股利支付率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 行业分析：受益国际化、锂电化，叉车行业景气度向上

### 叉车下游主要为制造业和物流仓储业，景气度与宏观经济相关

叉车是指对成件托盘类货物进行装卸、堆垛和短距离运输、重物搬运作业的各种轮式搬运车辆，广泛应用于车站、港口、机场、工厂及仓库等部门。叉车由动力系统（分内燃机与电动机两类）、传动系统、转向系统、液压系统、车身系统、操纵系统、电气系统、制动系统和起升组件等几个主要部分组成。

图12：叉车工作原理



图13：叉车主要组成部分



资料来源：Veer、杭叉集团招股说明书，国信证券经济研究所整理

资料来源：杭叉集团招股说明书，国信证券经济研究所整理

**叉车可分成电动叉车和内燃叉车。**按动力源及应用领域，叉车可分为：电动平衡重乘驾式叉车（I类）、电动乘驾式仓储叉车（II类）、电动步行式仓储叉车（III类）、内燃平衡重乘驾式叉车（实心轮胎）（IV类）和内燃平衡重乘驾式叉车（充气轮胎）（V类）五大类型，其中第I类至III类属于电动叉车，第IV类和第V类叉车属于内燃叉车。

**内燃平衡重乘驾式叉车（IV+V类）：**内燃发动机作为动力源，尾部有配重块（保证提升载荷同时保持与地面有足够的附着力）。广泛应用于工厂、仓库、车站、物流、码头、港口等室外大吨位物料装卸作业，是目前国内应用最多的叉车品种，其中IV类叉车为实心轮胎，V类叉车充气轮胎。

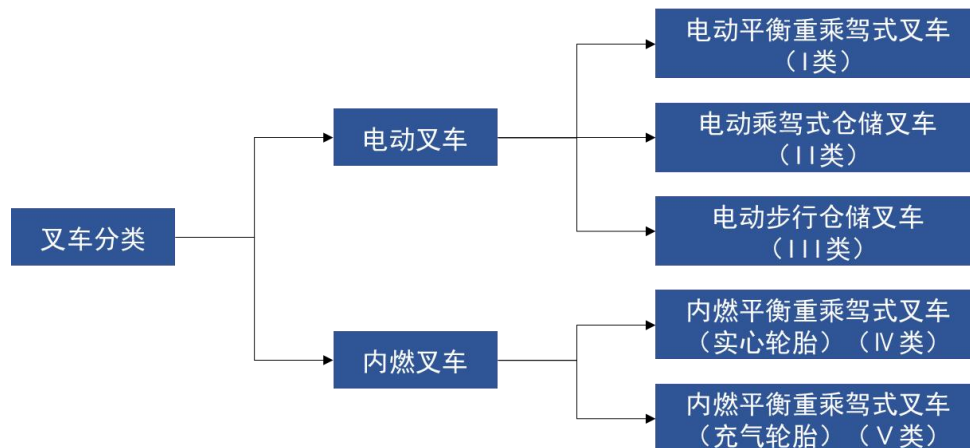
**电动平衡重乘驾式叉车（I类）：**蓄电池为动力源（包括锂电、铅酸以及氢燃料电池），尾部有配重块。该类叉车污染少、噪声低，广泛应用于烟草、食品、纺织、电子、仓储物流等行业，近年来随着环保和新能源发展，I类叉车应用场景不断拓宽，有替代内燃平衡重叉车趋势。

**电动乘驾式仓储叉车（II类）：**蓄电池为动力源，无配重块，具有小型轻、回转半径小、高扬程的特点，特别适用于狭小工作场地及频繁上下车拣选的作业场所。主要用于仓库内货物的搬运、装卸作业，广泛应用于烟草、食品、纺织、电子、超市、冷库等行业。

**电动步行式仓储叉车（III类）：**无固定座位，驾驶员站立叉车后方或步行拖动操作叉车。按类型可分为堆垛式仓储车和托盘式仓储车两大类，按操作方式可分为

站驾式和步行式等。广泛应用于商场、超市、仓库、货场、车间等作业场所,尤其适合食品、纺织、印刷等轻工行业。

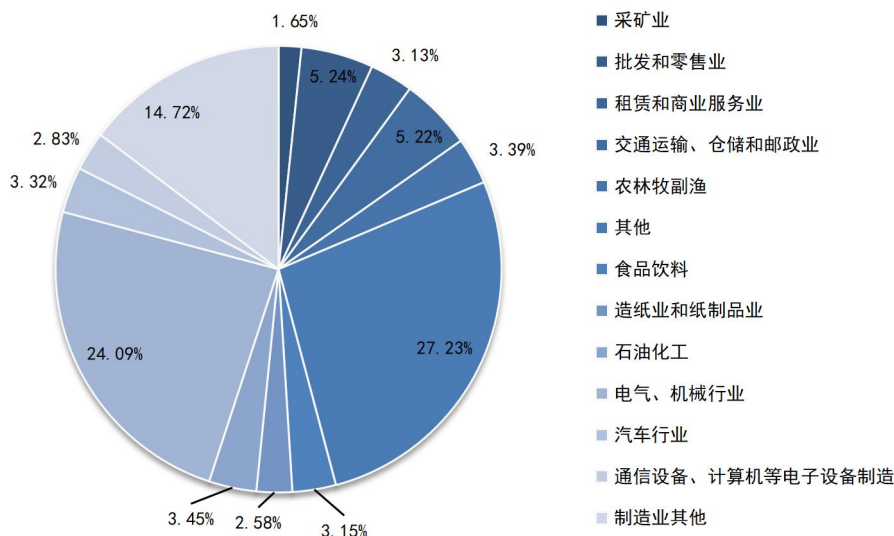
图 14: 叉车分类



资料来源: 杭叉集团招股说明书, 国信证券经济研究所整理

**制造业、物流仓储是叉车核心下游, 占比近 60%。**叉车是实现物流机械化作业、减轻工人搬运劳动强度、提高作业效率的主要工具, 从下游应用来看, 主要应用于制造业、交通运输业、仓储业、批发和零售业等多种行业, 其中制造业和物流仓储业占比近 60%。

图 15: 制造业和物流仓储业是叉车核心下游



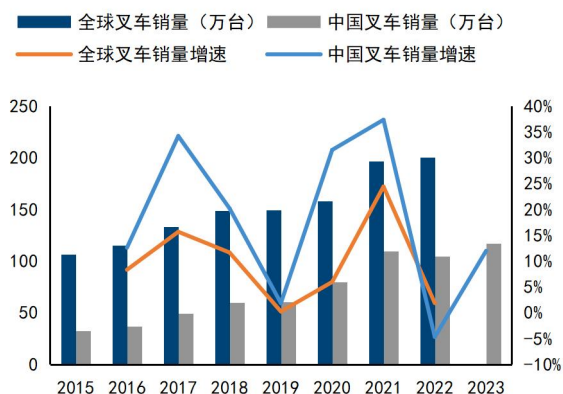
资料来源: 中国工程机械协会工业车辆分会, 国信证券经济研究所整理

### 市场规模: 2022 年全球/中国叉车销量分别为 201/105 万台

**全球叉车规模稳步增长。**根据全球工业车辆协会统计, 2017-2022 年全球叉车销量由 133.38 万台增长至 200.63 万台, CAGR 为 8.51%; 2017-2022 中国叉车销量

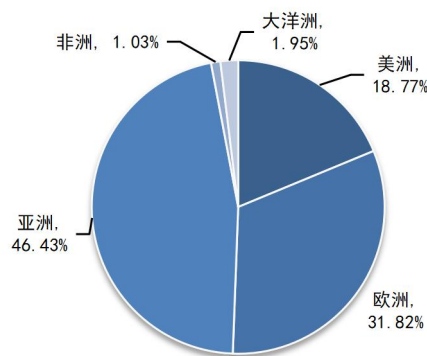
由 49.67 万台增长至 104.80 万台, CAGR 为 16.10%。2023 年中国叉车销量为 117.38 万台, 同比增长 12%。分区域看, 亚洲、欧洲和美洲市场规模较大, 市场份额分别为 46.43%/31.82%/18.77%。根据 MMH 统计, 2022 年全球前十叉车公司总销售额约为 495.82 亿美元, 同比增长 7.61%。

图 16: 全球、中国叉车销量



资料来源: 世界工业车辆统计协会、中国工程机械工业协会工业车辆分会, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2022 全球叉车分区域市场份额



资料来源: 世界工业车辆统计协会、中国工程机械工业协会工业车辆分会, 国信证券经济研究所整理

## 竞争格局: 全球呈现高集中度格局, 国内双寡头垄断

全球叉车行业集中度较高, 竞争格局较为稳定。海外发达国家叉车企业以高端产品和品牌经营为主, 行业集中度较高。从营收规模看, 全球前三叉车企业分别为丰田、凯傲集团、永恒力。国内杭叉集团、安徽合力相较前三企业营收规模仍有较大差距。从销量来看, 根据 MMH 统计, 销量占比前三的分别是凯傲、丰田和安徽合力, CR5 销量占比超过 60%。

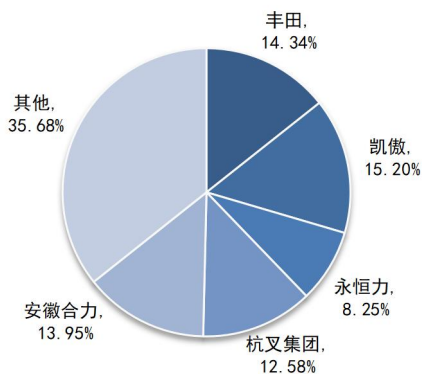
表 1: 全球主要叉车公司情况

全球排名	叉车制造商	国家	2022 年营收 (亿美元)	主要叉车品牌
1	丰田自动织机株式会社	日本	168.58	TOYOTA、RAYMOND、CESAB
2	凯傲集团	德国	78.53	Linde、STILL、Baoli
3	永恒力集团	德国	50.8	JUNGHEINRICH
4	科朗设备	美国	46.9	Crown、Hamech
5	三菱物捷仕有限公司	日本	46.3	MITSUBISHI、UniCarriers、NICHYU、TCM、Rocla、CAT
6	海斯特-耶鲁集团	美国	35.4	海斯特、耶鲁
7	安徽合力	中国	22.58	-
8	杭叉集团	中国	20.69	-
9	斗山集团	韩国	16.88	Doosan Bobcat
10	CLARK 叉车	韩国	9.08	Clark
11	浙江中力	中国	7.2	-
17	诺力股份	中国	3.09	-

资料来源: 中力股份招股说明书、中国叉车网, 国信证券经济研究所整理

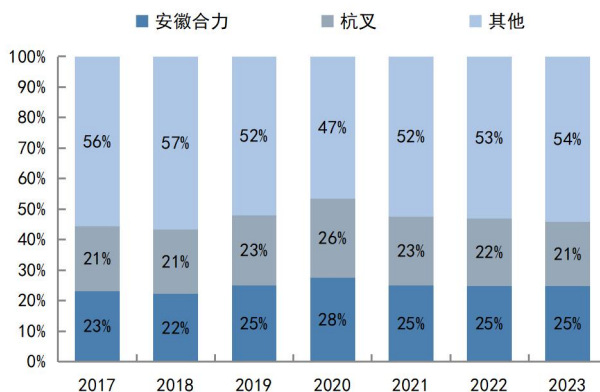
国内叉车市场呈现双寡头垄断格局。国内叉车份额主要由杭叉集团、安徽合力占据，从销量算，2023 年安徽合力市占率为 25%，杭叉集团为 21%，两者合计占据近 50%的市场份额，其他市场主要由浙江中力、中国龙工、诺力股份等占据。

图 18: 2021 年全球叉车竞争格局（销量口径）



资料来源：MMH、世界工业车辆统计协会，国信证券经济研究所整理

图 19: 安徽合力、杭叉集团历年国内市占率（销量口径）



资料来源：杭叉集团公告、安徽合力公告，国信证券经济研究所整理

## 行业驱动力一：内燃叉车电动化，电动叉车锂电化

电动叉车具有环保、成本低的优势。全球环保政策日益趋严，电动叉车因其污染小、噪音低、使用成本低等优点，已成为叉车发展趋势。从成本来看，以 3 吨叉车为例，虽然电动叉车初期购买成本较高，但全生命周期成本仅为内燃叉车的 50%。

表 2: 电动叉车、内燃叉车使用成本对比

电动叉车（3 吨）		内燃叉车（3 吨）	
价格（元）	100000	价格（元）	60000
耗电量（度/小时）	6	耗油量（升/小时）	3
电价（元/度）	0.85	油价（升/小时）	7.5
工作时长（小时/年）	2000	工作时长（小时/年）	2000
能源费用（元/年）	10200	能源费用（元/年）	45000
维护费用（元/年）	1000	维护费用（元/年）	3000
叉车寿命（年）	8	叉车寿命（年）	10
使用 1 年总成本（元）	111200	使用 1 年总成本（元）	108000
使用 2 年总成本（元）	122400	使用 2 年总成本（元）	156000
使用 3 年总成本（元）	133600	使用 3 年总成本（元）	204000
全生命周期总成本（元）	189600	全生命周期总成本（元）	540000
全生命周期年均成本（元/年）	23700	全生命周期年均成本（元/年）	54000

资料来源：硕星工业、中国叉车网，国信证券经济研究所整理

中国叉车电动化趋势显著，渗透率仍有提升空间。2013 年欧洲/中国/全球电动叉

车市占率分别为 79%/54%/27%，2022 年欧洲/中国/全球电动叉车市占率分别为 88%/71%/64%，全球叉车电动化趋势明显，中国电动化趋势尤为显著。截止 2022 年，虽然中国电动叉车渗透率已大幅提升，但仍有提升空间，主要原因：1) 相较欧洲等发达地区，国内电动化渗透率仍有较大差距；2) 早期中国电动叉车渗透率提升主要来自于三类叉车的增长，平衡重叉车电动化率仍然偏低，近年来随着随着电池、电机和电控等技术方面的不断发展，I、II 类叉车替代 IV、V 类叉车空间广阔。

图 20: 全球、欧洲、中国叉车电动化率（销量口径）

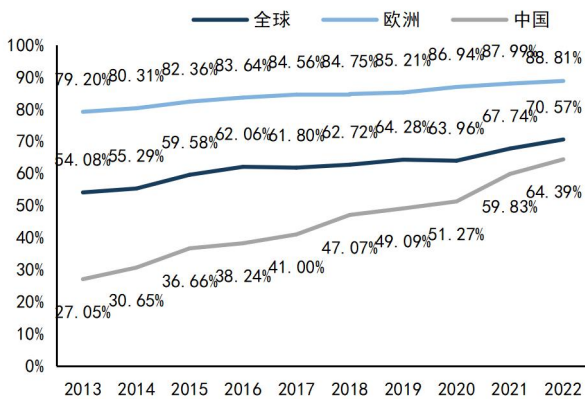
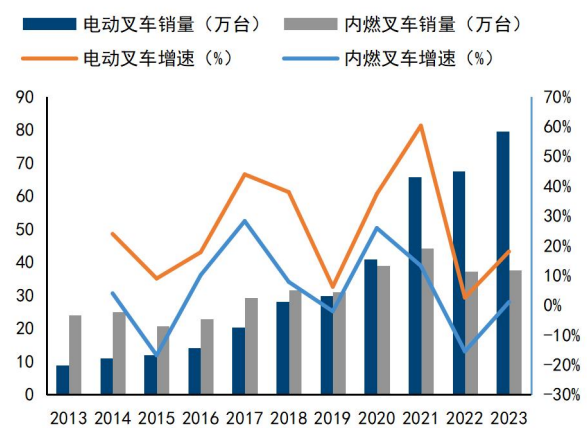


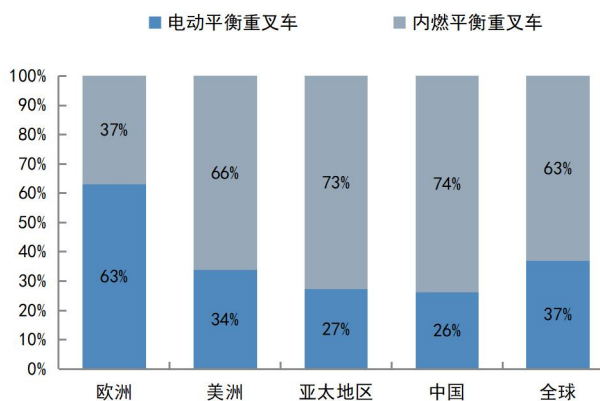
图 21: 中国电动叉车、内燃叉车历年销量



资料来源：世界工业车辆统计协会、中国工程机械工业协会工业车辆分会，国信证券经济研究所整理

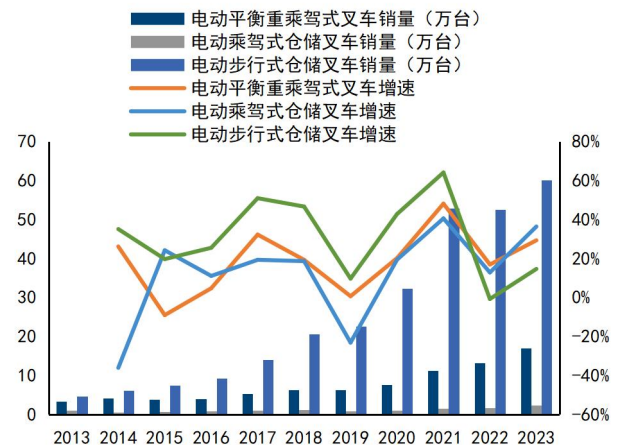
资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国信证券经济研究所整理

图 22: 2022 年不同地区电动平衡重叉车渗透率（销量口径）



资料来源：世界工业车辆统计协会，国信证券经济研究所整理

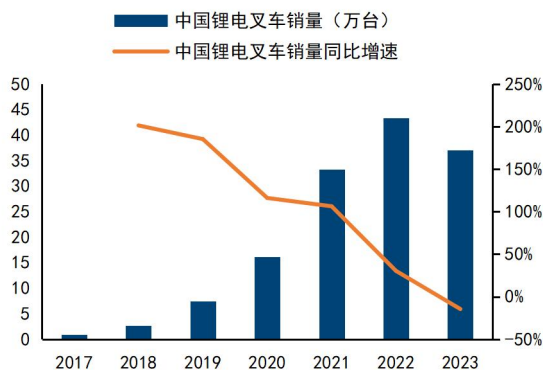
图 23: 中国电动叉车细分品类销量情况



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国信证券经济研究所整理

**锂电叉车是电动叉车未来发展方向。**电动叉车主要以铅酸电池或锂电池作为动力，铅酸电池充放电次数少，使用寿命短，维护要求高，对环境影响较大，且充电时间较长。相较于铅酸电池，锂电池具备质量更轻、体积更小、能量密度高、充电快、寿命长、维护成本低等优势，锂电叉车逐渐成为电动叉车主力。根据 Interact Analysis 的预测，2025 年，中国和欧洲部分国家锂电叉车渗透率将超越铅酸电池。预计到 2030 年，锂电叉车的全球市场份额将超过 50%。2023 年中国锂电化率有所下降主要受 III 类车（价格较低）结构影响。

图24：中国锂电叉车销量



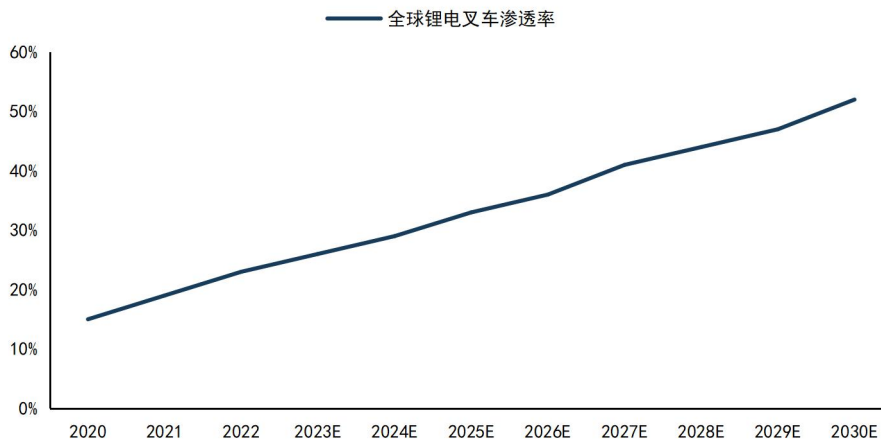
资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国信证券经济研究所整理

图25：中国锂电、铅酸叉车销量占电动叉车比例



资料来源：中叉网、Interact Analysis，国信证券经济研究所整理

图26：全球锂电叉车渗透率预测

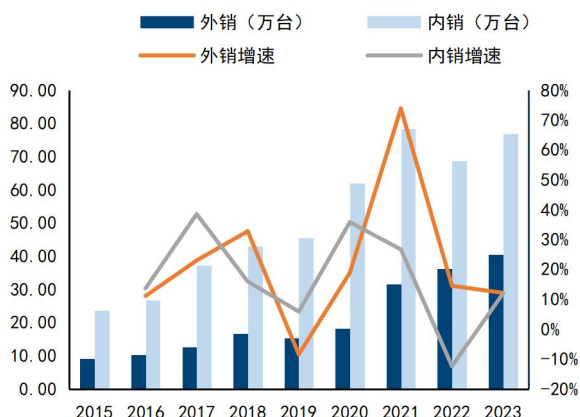


资料来源：中叉网、Interact Analysis，国信证券经济研究所整理

## 行业驱动力二：国产叉车强势出海，行业盈利能力有望提升

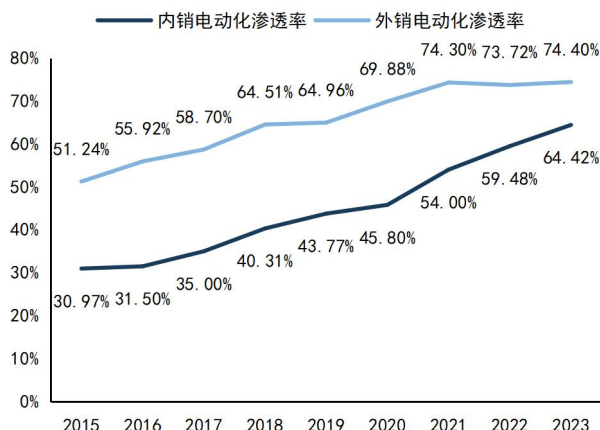
**叉车出口占比提升，性价比高、锂电产业链成熟是国内叉车出海的主要优势。**2018-2023年叉车出口/内销 CAGR 分别为 19.42%/12.30%。叉车出口趋势明显。从产品类型看，出口产品中主要以电动叉车为主，2023年出口产品中电动叉车渗透率为 74.40%。中国叉车产业从 80 年代引进消化海外技术，经过多年的发展，国内叉车质量可与国际对手竞争，同时由于国内供应链完善、成本较低，因此中国叉车在全球市场极具性价比。**尤其在锂电叉车方面，中国锂电产业链完善，是全球锂电池生产基地，为中国叉车在全球竞争中提供了资源优势，未来有望充分受益锂电叉车发展，强势出海。**

图27：中国叉车内销、外销数量



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会、中叉网，国信证券经济研究所整理

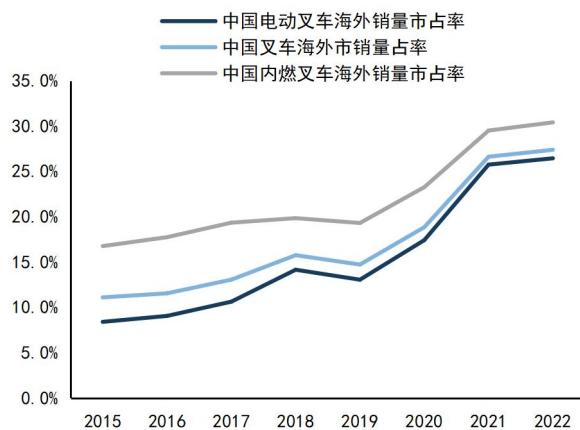
图28：内销、外销电动叉车渗透率



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会、中叉网，国信证券经济研究所整理

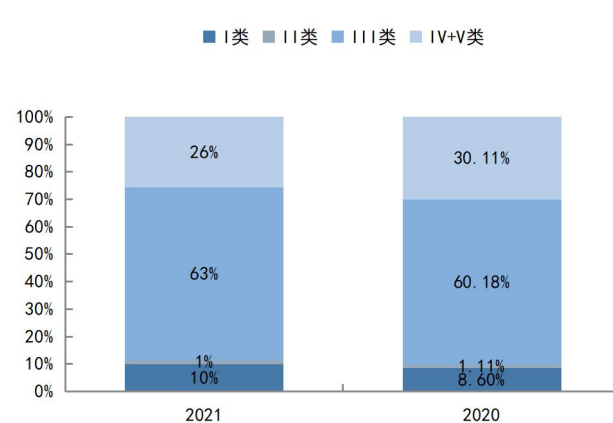
**中国叉车出海仍有较大空间。从市占率看**，2022 中国叉车企业全球市场（除中国区域）份额约 27.39%，其中电动叉车全球市占率约为 26.45%，内燃叉车全球市占率约为 30.42%，市占率未来仍有一定提升空间；**从出口结构看**，首先，中国叉车出口以价值量较小的三类叉车为主，2021 年占出口比例 63%，而价值量较高的 I 类叉车出口占比仅为 10%左右，未来仍有较大成长空间；其次，目前海外电动叉车主要为铅酸里电动叉车，预期未来呈现锂电替代铅酸电池趋势，中国叉车在锂电叉车优势明显，有望充分受益。

图29：中国叉车全球市占率（除中国区域）



资料来源：世界工业车辆统计协会、中国工程机械工业协会工业车辆分会，国信证券经济研究所整理

图30：2020、2021 年中国叉车出口类型占比

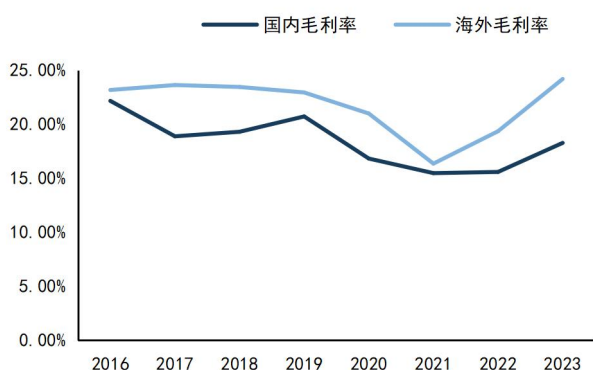


资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国信证券经济研究所整理

**叉车出海有望提高国内叉车公司盈利能力**。从国内叉车龙头毛利率来看，安徽合力、杭叉集团海外毛利率显著高于国内毛利率，主要原因系：1) 海外产品对标国外竞争对手，因此整体价格高于国内；2) 叉车出口主要是锂电叉车（锂电替代铅酸电池逻辑），锂电叉车毛利高于内燃叉车。未来随着中国叉车出海，预计国内叉车公司盈利能力有进一步的提高。

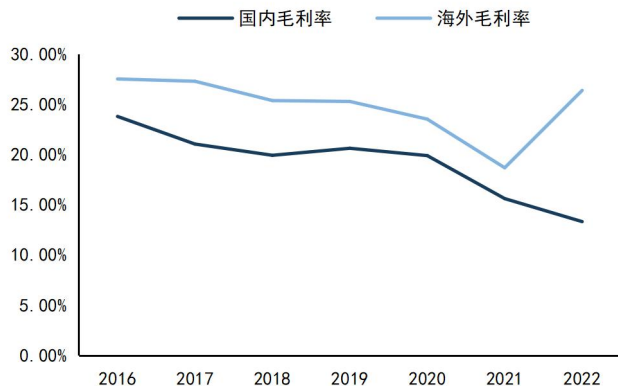


图31：安徽合力国内、国外毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32：杭叉集团国内、国外毛利率对比

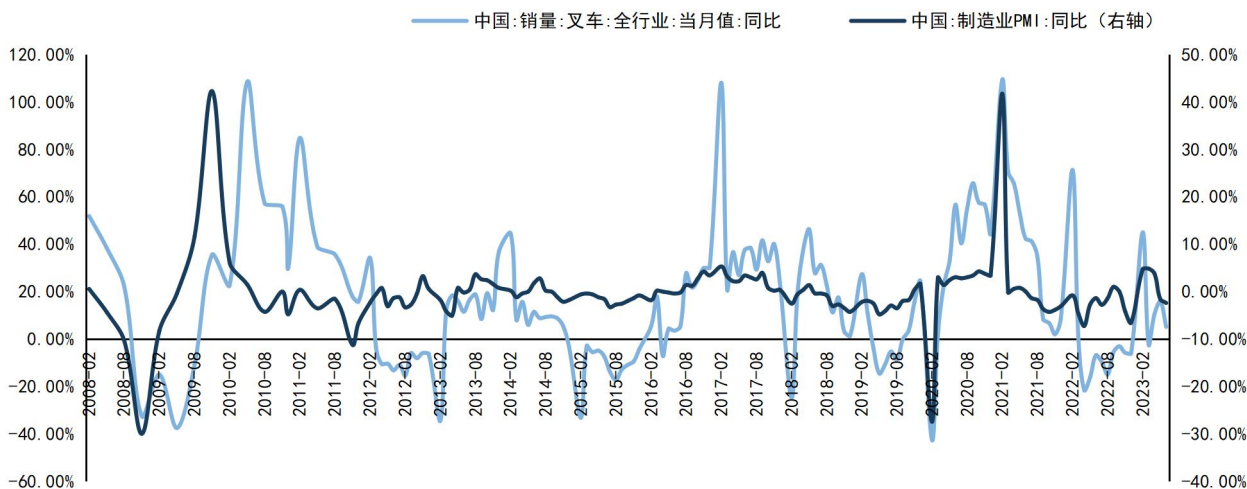


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 行业驱动力三：国内制造业、物流仓储业复苏、“机器换人”有望带动叉车需求稳步增长

**制造业复苏有望带动叉车需求增长。**叉车下游主要应用于制造业、交通运输业、物流仓储业、邮政业、批发和零售业等多种行业，产品销量和制造业周期、宏观经济情况相关度较高。根据历史来看，国内叉车销量变化与中国制造业 PMI 相关度较高。当前制造业库存持续下降，工业企业库存增速已处于历史低位，制造业未来有望持续复苏，带动叉车需求。

图33：中国叉车销量与制造业 PMI 相关度较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**仓储物流持续复苏有望带动叉车需求。**固定资产投资额方面，2022/2023 年我国交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额同比增速分别为 9.10%/10.50%，2024 年 1-6 月份同比增速为 6.60%，国内仓储物流行业持续复苏，有望带动电动

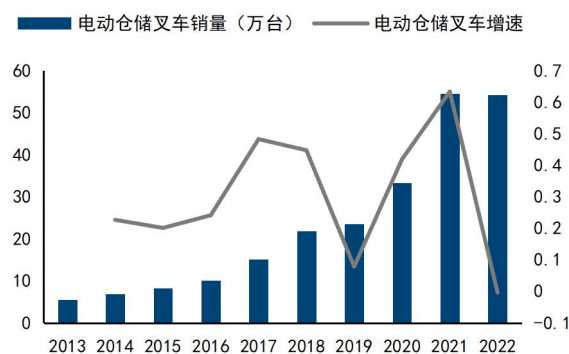
仓储叉车需求增长。社会物流总额方面，作为国民经济产业链供需衔接和实体商品流通的重要基础，近年来中国物流需求规模持续稳定增长。2023年全国社会物流总额实现352.40万亿元，同比增长1.38%。其中，工业物流需求对社会物流总额增长贡献率超过80%。预计未来中国物流市场规模将保持较快增长，同步带动工业车辆行业蓬勃发展。

图34：交通运输、仓储和邮政固定资产投资完成额同比增速



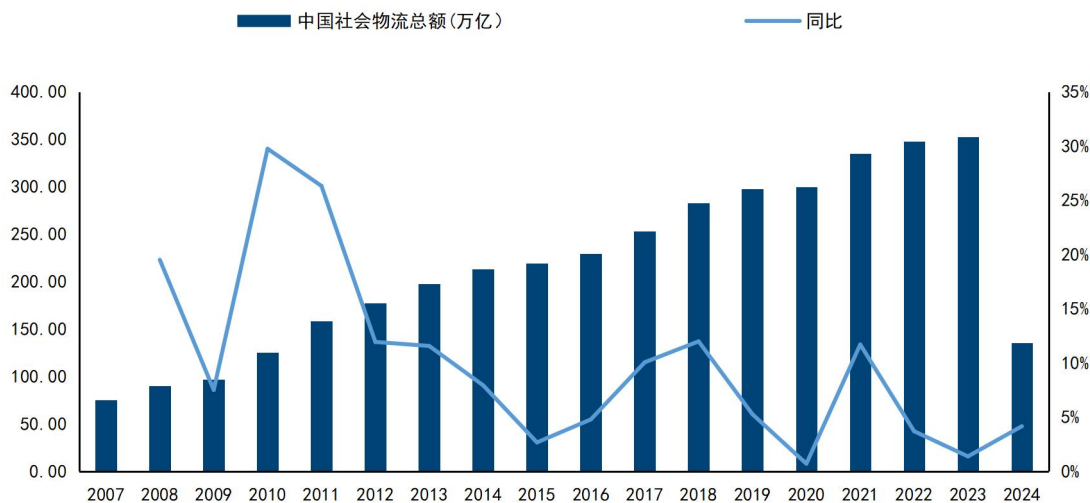
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图35：电动仓储叉车销量



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国信证券经济研究所整理

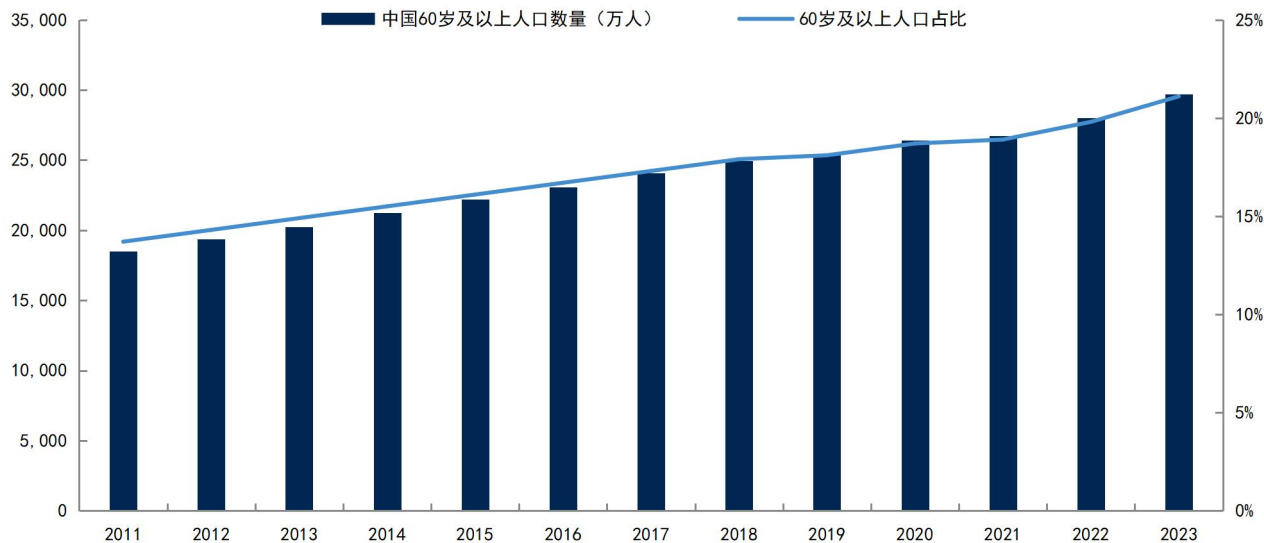
图36：中国社会物流总额（万亿）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

人口老龄化提升叉车渗透率。中国人口自2022年开始负增长，社会老龄化加速到来，2023年中国60岁以上人口占总人口比例为21.10%，随着社会老龄化到来，“机器换人”是各行业发展的确定性趋势，也是推动各行业转型升级的长期驱动力，推动各行业向自动化、智能化、高端化方向迈进。因此，社会老龄化有望进一步拓宽叉车应用场景和渗透率，从而增加对叉车的需求。

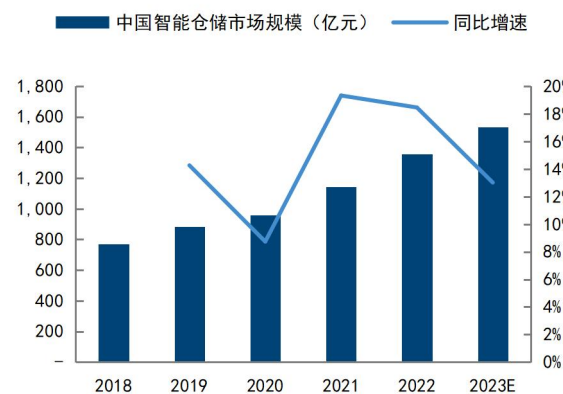
图37：中国 60 岁以上人口数量及占总人口比例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

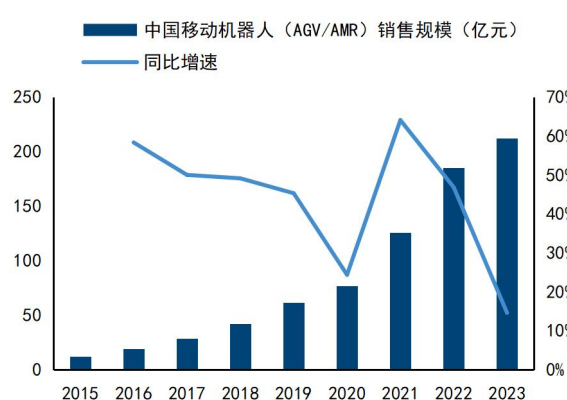
**仓储智能化转型带动叉车智能化发展。**我国智能仓储行业市场规模（含集成业务及软件业业务）由2018年772.7亿元增至2022年1356.9亿元，年均复合增长率为15.1%。其中无人搬运车（AGV）是智能仓储物流中的重要设备，能够通过自动引导装置进行物料搬运。根据CMR产业联盟数据，2018年至2023年，中国移动机器人（AGV/AMR）市场规模CAGR为43.18%；2023年中国移动机器人（AGV/AMR）销售规模约为212亿，同比增长14.59%；销售数量约为1.25万台，同比增长34.41%。

图38：中国智能仓储市场规模



资料来源：中国物流与采购联合会、中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

图39：中国移动机器人（AGV/AMR）销售规模



资料来源：CMR产业联盟，国信证券经济研究所整理

## 公司分析：海外竞争力持续提升，多元化布局打开成长空间

### 前瞻布局新能源，锂电叉车产品齐全

公司锂电叉车产品系列齐全。公司已掌握了电动叉车锂电专用架构平台技术、高电压永磁同步技术、快速充电技术等新能源工业车辆核心技术，在行业中率先发布了 1.5-48t 平衡重式高压锂电叉车、20-60t 锂电牵引车、集装箱正面吊和空箱堆高机等全系列高压锂电车型，实现了从“替代内燃”到“超越内燃”的重大跨越。此外，公司还在行业内首先推出了锂电专用前移式叉车、氢燃料电池专用叉车等新能源产品，0.6-48t 全系列产品均实现新能源化。

**积极布局锂电产业链。**电池方面，2017 年公司成立鹏成新能源与宁德时代合作，主攻叉车锂电池产品；**电机电控方面**，公司与技术成熟的供应商合作，2018 年，杭叉集团和河南嘉晨智能合作，在电控、智能仪表等方面进行布局。

**锂电叉车价值量高于内燃叉车，公司盈利能力有望持续改善。**同吨位锂电叉车的毛利率高于内燃叉车，随着行业电动化、锂电化的发展，公司作为叉车龙头，电动产品占比有望提升，进而提升公司盈利能力。

图 40：杭叉集团锂电叉车产品系列



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 加快全球化布局，提升海外竞争力

**加快全球化布局进程，提升海外品牌力。**目前国内叉车质量已与海外叉车公司并无大的差距，当下出口海外的关键点在于提升国内叉车的品牌力以及销售渠道。杭叉集团自 2015 年在德国开设了第一家海外子公司以来，持续完善海外布局，公司已在欧洲、北美、东南亚、大洋洲等成立了多家海外销售型公司、配件服务中心，形成由“杭叉总部-海外公司-代理商”组成的三层级服务网络。随着公司海外渠道的建立，公司海外品牌力持续增强，未来海外业务有望持续高速增长。

图41：杭叉集团海外拓展历史



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图42：杭叉集团全球销售网络



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

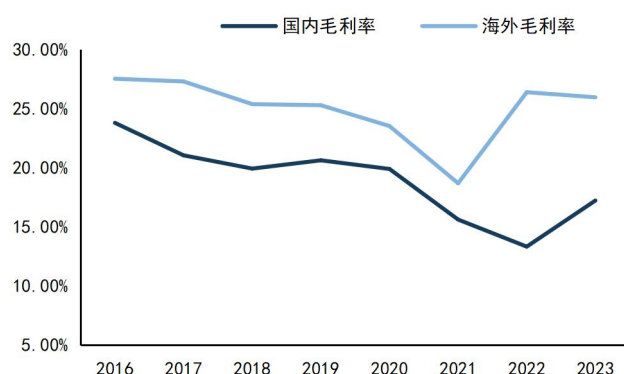
**海外业务高速增长，盈利持续提升。**公司海外业务近年来快速发展，2016-2023年，海外业务营收由8.83亿元增长至65.35亿元，CAGR为33.10%，海外业务占比由16.4%提升至41%。毛利率方面，外销毛利率高于内销毛利率，带动公司盈利能力持续改善。未来随着公司海外品牌力的提升，公司海外业务占比有望进一步提升，提升公司盈利能力。

图 43: 杭叉集团海外收入占比持续提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 44: 杭叉集团海外毛利率高于国内毛利率

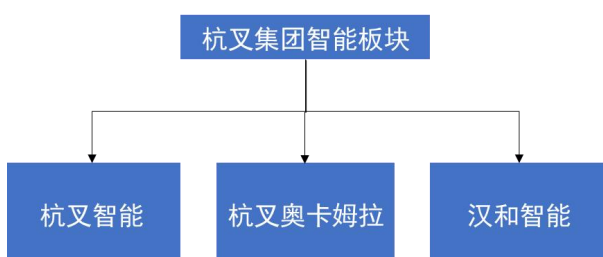


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 无人驾驶叉车、后市场服务进一步打开公司成长空间

**公司积极布局智能物流，营收高速增长。**公司智能物流板块由杭叉智能，杭叉奥卡姆拉以及汉和智能构建，2012 年公司率先在行业内自主研发无人驾驶叉车（AGV）设备，2016 年公司引进 NDC 技术，并组建“杭叉汉和智能”软件团队，完成了杭叉集团智能物流的战略布局，在系统集成、自动控制、硬件制造等多个方面都达到国内领先，世界先进水平。2018 年 2 月，公司成立浙江杭叉智能科技有限公司，针对物流行业工作效率低、人工成本高等特点，定制开发了智能工业叉车，其中包括叉车式、潜入式、牵引式等 AGV。2023 年公司全年新增 AGV 项目超过 200 个，AGV 产品销售超过 1600 台，营收同比增长超过 150%。据高工机器人产业研究所排名，杭叉智能荣获 2023 年中国市场无人叉车营收额最高厂商，并入选 2023 年度高工全球金奖。据不完全统计，杭叉智能已实施落地超 500 个智慧物流项目，服务客户已覆盖华为、宝马、农夫山泉、中策橡胶、隆基、晶澳、京东等客户。

图 45: 杭叉集团智能板块机构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 46: 杭叉智能客户



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**租赁市场发展迅速，公司持续完善后市场服务。**国内叉车保有量持续提升，同时随着叉车质量持续提升，国内叉车“以修代换”的情况有增加，维修和零部件更换有望持续发展。此外，我国叉车租赁业务正处于快速发展期，租赁使用方式逐步得到终端客户认可，2022 年国内叉车租赁设备数量 29.79 万辆，市场渗透率

5.93%，但相较国外，国内叉车租赁仍有较大发展空间。公司租赁业务主要由其控股子公司杭叉租赁开展，目前已在物流、棉纺等多行业开展租赁服务。此外 2023 年 5 月，公司成立杭叉赛维，该子公司主要负责杭叉集团海外市场售后服务，未来随着公司海外保有量的增长，有望带动公司后市场业务发展。

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**叉车业务：**公司是国内叉车龙头企业，2020-2023 年公司叉车及配件收入分别为 112.53/134.52/136.62/160.28 亿元，同比增长 30.20%/19.54%/1.56%/17.32%。销量方面，我国工业车辆 2018-2023 销量复合增速约为 14.47%，当下我国叉车出口趋势明显，海外市占率逐步增长，预计未来销量保持稳步增长。单价方面，目前全球叉车呈现电动化、锂电化趋势，电动叉车平均单价高于内燃叉车，预计叉车单价呈现小幅上升趋势。公司作为叉车双寡头之一，预期受益叉车国际化、锂电化发展趋势，预计公司 2024-2026 年公司叉车业务收入 187.52/217.53/250.16 亿元，同比增长 17.00%/16.00%/15.00%；毛利率方面，考虑公司海外业务呈现快速增长，电动占比逐步提，预期 2024-2026 年公司叉车业务毛利率分别为 22.00%/22.50%/22.50%。

**期间费用率：**近年来公司期间费用率稳定，假设公司 2024-2026 年公司管理费用率分别为 2.00%/2.00%/2.00%，研发费用率分别为 4.40%/4.40%/4.40%，销售费用率分别为 3.30%/3.30%/3.30%。

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收 189.97/219.97/252.60 亿元，同比增长 16.74%/15.79%/14.83%，毛利率分别为 21.99%/22.48%/22.49%。

表3：杭叉集团业绩拆分

报告期（亿元）	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>叉车及配件</b>							
收入	112.53	134.52	136.62	160.28	187.52	217.53	250.16
增速	30.20%	19.54%	1.56%	17.32%	17.00%	16.00%	15.00%
成本	89.50	112.59	111.82	126.95	146.27	168.58	193.87
毛利	23.04	21.93	24.80	33.32	41.26	48.94	56.29
毛利率(%)	20.47%	16.30%	18.15%	20.79%	22.00%	22.50%	22.50%
<b>其他业务</b>							
收入	1.98	10.38	7.51	2.44	2.44	2.44	2.44
增速	-6.08%	422.91%	-27.66%	-67.47%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	1.71	9.82	6.67	1.95	1.93	1.93	1.93
毛利	0.27	0.56	0.83	0.49	0.51	0.51	0.51
毛利率(%)	13.60%	5.38%	11.10%	20.27%	21.00%	21.00%	21.00%
<b>整体</b>							
营业总收入	114.52	144.90	144.12	162.72	189.97	219.97	252.60
增速	29.34%	26.53%	-0.53%	12.90%	16.74%	15.79%	14.83%
营业总成本	91.21	122.41	118.49	128.90	148.20	170.51	195.80
增速	30.92%	34.21%	-3.20%	8.78%	14.97%	15.06%	14.83%
毛利率	20.35%	15.52%	17.78%	20.78%	21.99%	22.48%	22.49%
毛利	23.31	22.49	25.63	33.81	41.77	49.46	56.80

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算



## 未来 3 年业绩预测

根据以上假设,我们预计预计公司 2024-2026 年营收 189.97/219.97/252.60 亿元,同比增长 16.74%/15.79%/14.83%, 归属母公司净利润分别为 20.19/23.93/27.65 亿元, 同比增长 17.3%/18.5%/15.6%。

表 4: 未来三年盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	14412	16272	18997	21997	25260
营业成本	11850	12890	14820	17051	19580
营业税金及附加	58	64	70	85	97
销售费用	452	596	627	726	834
管理费用	321	341	395	455	520
研发费用	658	731	836	968	1111
财务费用	(12)	(84)	(44)	(45)	(65)
投资收益	102	278	199	193	223
资产减值及公允价值变动	(18)	(11)	(16)	(15)	(14)
其他收入	(647)	(641)	(836)	(968)	(1111)
营业利润	1180	2092	2476	2935	3392
营业外净收支	0	1	0	0	0
利润总额	1180	2093	2476	2935	3392
所得税费用	106	258	322	382	441
少数股东损益	86	114	135	160	185
归属于母公司净利润	988	1720	2019	2393	2765

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值

**Beta 值：**选取安徽合力、诺力股份、浙江鼎力作为可比公司，通过 Wind 估值算出无杠杆 Beta 为 0.87；

**无风险利率：**选取最近发行的 10 年期国债利率 2.68%；

**永续增长率：**假设 10 年后的永续增长率为 1%。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表5：绝对估值法资本成本假设

	合理值
无杠杆 Beta	0.87
无风险利率	2.68%
股票风险溢价	7.36%
公司股价	17.06
发行在外股数	1310
股票市值 (E)	22345
债务总额 (D)	1459
Kd	5.85%
T	13.00%
Ka	9.08%
有杠杆 Beta	0.92
Ke	9.45%
E/(D+E)	93.87%
D/(D+E)	6.13%
WACC	9.18%
永续增长率	1%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表6：FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	2,249.0	2,711.7	3,117.9	3,466.4	3,751.1	3,957.1	4,047.9	4,137.6	4,145.7	4,150.3	
所得税税率	13.00%	13.00%	13.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
EBIT*(1-所得税率)	1,956.6	2,359.2	2,712.6	2,946.4	3,188.5	3,363.5	3,440.7	3,516.9	3,523.8	3,527.8	
折旧与摊销	240.5	288.4	326.2	365.6	405.4	445.2	485.1	524.9	564.6	604.3	
营运资金的净变动	(990.7)	(620.5)	(657.5)	(999.1)	85.8	(591.8)	(343.4)	(133.3)	(208.0)	(173.8)	
资本性投资	(604.5)	(588.4)	(595.3)	(596.4)	(593.7)	(595.5)	(595.2)	(594.8)	(595.1)	(595.0)	
FCFF	601.9	1,438.8	1,786.1	1,716.4	3,085.9	2,621.5	2,987.2	3,313.8	3,285.3	3,363.3	41,528.4
PV(FCFF)	551.3	1,207.0	1,372.4	1,208.0	1,989.2	1,547.7	1,615.3	1,641.3	1,490.3	1,397.5	17,255.2
核心企业价值	31,275.2										
减：净债务	(899.5)										
股票价值	32,174.7										
每股价值	24.56										

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，对折现率与永续增长率设置两档

均为 0.2% 的变动幅度，折现率浮动范围为 8.8%–9.6%，永续增长率的变化范围为 0.6%–1.4%，对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 22.69–26.83 元。

表 7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

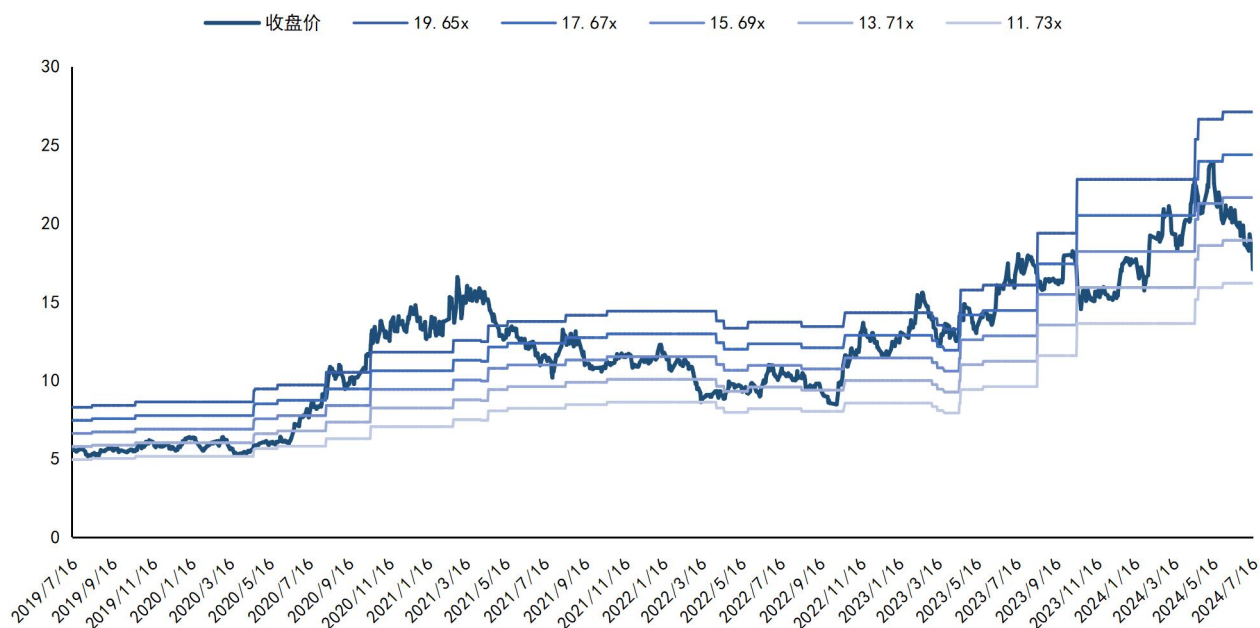
		WACC 变化				
		8.8%	9.0%	9.18%	9.4%	9.6%
永续增长率变化	1.4%	26.83	26.04	25.30	24.59	23.91
	1.2%	26.40	25.64	24.92	24.24	23.58
	1.0%	26.00	25.26	24.56	23.90	23.27
	0.8%	25.61	24.90	24.22	23.58	22.97
	0.6%	25.24	24.55	23.90	23.28	22.69

资料来源：国信证券经济研究所分析

## 相对估值

**市盈率相对估值法：**公司过去五年公司业绩稳定增长，归母净利润从 2019 年 6.45 亿元增长至 2023 年 17.20 亿元，CAGR 为 27.79%。在此背景下，公司 PE 估值在 11.73–25.98 倍之间波动。公司是叉车行业龙头，选取同为叉车行业的安徽合力、诺力股份作为可比公司，同时考虑公司海外业务持续增长，选取出口占比较高的高空作业平台龙头浙江鼎力作为可比公司。可比公司 2024 年 PE 均值为 9.99 倍，考虑到公司是叉车行业龙头，具备较强的增长韧性，同时研发能力较强，在电动叉车领域布局领先，有望充分受益叉车电动化趋势，综合考虑历史估值水平在 PE 12–26 倍之间波动，从保守审慎角度出发，给予公司 2023 年 PE 13–16 倍，合理目标价格区间为 20.02–24.64 元。

图 47: 2019–2023 年杭叉 PE band



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**安徽合力：**叉车双寡头之一，始建于 1958 年，总部位于安徽合肥，主要从事工业

车辆整机、零部件、后市场、智能物流业务，产品系列拥有 30 多个吨位级、600 多类产品、5000 多种型号，产品覆盖了 0.2-46 吨内燃和电动工业车辆、智能物流系统、港机设备、特种车辆、工程机械及传动系统、工作装置等关键零部件。公司通过遍布海内外的营销服务体系及智能网联终端，可为不同行业、不同生态、不同场景用户提供综合性物料搬运解决方案。

**诺力股份：**主要业务包括智慧物流系统、智能智造装备业务板块两大板块构成。智慧物流系统业务板块为各行业客户提供定制化、智能化的内部物流整体解决方案；智能智造装备业务板块主要从事各类物流装备的研发、制造、销售及其相关服务，主要涉及专用车辆制造、连续搬运设备制造和升降机制造等通用设备制造行业以及工程设计服务等专业技术服务行业，主要产品包括轻小型搬运车辆、机动工业车辆、AGV 叉车等工业车辆。

**浙江鼎力：**主要从事高空作业平台的研发与销售，主要产品涵盖臂式、剪叉式和桅柱式三大系列共 200 多款规格。臂式系列包含直臂式和曲臂式两类，全系列包含电动、混动、柴动三种动力源，最大工作高度达 44 米，最大荷载 454kg；剪叉式系列最大工作高度达 32 米，最大荷载 1000kg；桅柱式系列包括桅柱式高空作业平台及高空取料平台产品。公司产品主要应用于工业领域、商业领域和建筑领域，覆盖建筑工程、建筑物装饰与维护、仓储物流、石油化工、船舶生产与维护，以及诸如国家电网、核电站、高铁、机场、隧道等特殊工况。

表 8：可比公司 2023 年财务数据对标

	杭叉集团	安徽合力	诺力股份	浙江鼎力
2023 年营业收入（亿元）	162.72	174.71	69.63	63.12
收入增速（%）	12.9%	10.8%	3.9%	15.9%
归母净利润（亿元）	17.20	12.78	4.58	18.67
归母净利增速（%）	74.2%	40.9%	13.8%	48.5%
净利率（%）	11.3%	8.1%	6.6%	29.6%
毛利率（%）	20.8%	20.6%	22.2%	38.5%
销售费用率（%）	3.7%	4.0%	5.0%	3.7%
管理费用率（%）	2.1%	2.6%	5.1%	2.2%
研发费用率（%）	4.5%	5.1%	3.8%	3.5%
财务费用率（%）	-0.5%	0.0%	0.5%	-3.9%
经营现金流/归母净利润	0.94	1.14	0.22	1.19
ROE（平均）	23.1%	17.6%	18.3%	23.3%
ROA	14.3%	8.9%	5.1%	14.4%
应收账款周转天数	33	37	68	126
流动比率	1.95	2.57	1.16	2.29
资产负债率（%）	33.4%	51.1%	70.4%	36.9%
总市值(20240716)	223	165	39	257
PE (TTM) (20240716)	12	12	8	14
EV/EBITDA (20240716)	8	9	6	11

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析 注：总市值、PE (TTM)、EV/EBITDA 为 2024 年 4 月 16 日数据

表9: 可比公司相对估值 (截至 2024 年 7 月 16 日)

证券代码	证券简称	投资评级	总股本 (亿股)	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
						2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
600761	安徽合力	优于大市	8.91	18.50	164.78	1.22	1.73	1.72	2.03	15.15	10.71	10.75	9.11
603338	浙江鼎力	优于大市	5.06	50.71	256.77	2.48	3.69	4.27	5.13	20.45	13.74	11.88	9.88
603611	诺力股份	无评级	2.58	15.29	39.39	1.51	1.78	2.08	2.46	10.13	8.59	7.35	6.22
									平均值	15.24	11.02	9.99	8.40
603298	杭叉集团	优于大市	13.10	17.06	223.45	1.14	1.84	1.54	1.83	14.96	9.28	11.07	9.34

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 无评级为 Wind 一致预测

## 投资建议

公司是叉车行业龙头, 研发能力强, 充分受益产品电动化、锂电化、业务全球化趋势, 业绩有望稳步增长, 综合上述几个方面的估值, 我们预计 2024-2026 年归母净利润为 20.19/23.93/27.65 亿元, EPS 为 1.54/1.83/2.11 元, 对应 PE 11/9/8 倍, 公司合理估值为 20.02-24.64 元 (对应 24 年 PE 为 13-16 倍), 维持“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 20.02-24.64 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.68%、风险溢价 7.36%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司的龙头地位和成长性,最终给予公司 24 年 13-16 倍 PE 估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 宏观经济波动的风险

公司业务受宏观经济影响因素较大,与下游的制造业发展及仓储物流业具有较强的关联性,通常呈现出正相关。2020 年新冠对经济发展和居民生活产生了负面影响,但随后我国疫情得到控制、经济活动恢复,制造业、物流业景气度向上,持续带动了叉车产品的市场需求。但是,国内外宏观经济环境受多方面因素影响,存在周期性波动的特点。若出现增速放缓或其他不利变化,可能导致整体行业景气度下滑,公司产品的需求可能出现萎缩,公司的经营和发展将受到负面影响。

### 行业竞争加剧的风险

工业车辆行业为高度竞争的行业,产品同质化现象较为严重,同时还有其他工程机械品牌新进入者,市场竞争愈加激烈,公司面临一定的行业竞争风险。工业车辆行业增长出现分化,传统内燃叉车增长乏力,电动叉车特别是新能源叉车保持增长,AGV 需求不断涌现。内燃叉车增长虽然乏力,但是品牌集聚度不断提高,出现强者愈强的态势。电动叉车随着新技术、新业态的发展和环保政策的不断出台,市场竞争日益加剧。仓储叉车销量增长迅速,成为行业新兴增长点。同时,国内外相关企业不断加入竞争,市场需求及产品结构也在不断变化和发展。

### 新技术与产品开发的

近年来叉车行业智能化、网联化、绿色化趋势明显,对企业的技术研发提出了新的要求。公司始终坚持创新驱动发展理念,积累了一定的技术研发优势和创新能力,并持续推进研发创新。随着行业竞争的不断加剧,未来若公司

在技术研发方面不能达到预期效果、研发成果未能带来预期经济效益、公司产品或关键技术被国内外同行模仿或窃取、竞争对手或潜在竞争对手率先取得重大技术突破等情况，都可能导致公司在行业内无法保持技术创新优势和领先地位，公司的持续盈利能力可能受到影响。

### 规模扩大导致的管理风险

近年来，随着业务规模的扩张，公司资产规模、人员规模快速扩大，在此过程中实施精细化管理的重要性也愈发凸显，未来公司在机制建立、战略规划、组织设计、运营管理、资金管理和内部控制等方面的管理水平将面临更大的挑战。如果公司未能及时调整经营观念和管理手段，将面临企业规模扩张所带来的管理风险。

### 原材料价格波动的风险

公司生产所需的原材料主要有钢材、生铁、发动机、电池等，公司产品生产成本与钢材、生铁等大宗商品市场价格的关联度较高。若原材料价格出现大幅波动，将会增加公司控制和管理生产制造成本的难度；若原材料价格上涨，将会给公司生产制造成本带来压力。原材料价格的大幅上涨会对公司整体经营业绩产生不利影响。

### 汇率变化的风险

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，使得公司国际收支将受到汇率波动的影响。未来海外市场及人民币汇率走势不确定性较高，从而将对公司收益产生较大的影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3040	3775	4049	4160	4911	营业收入	14412	16272	18997	21997	25260
应收款项	1574	1785	1927	2348	2676	营业成本	11850	12890	14820	17051	19580
存货净额	1879	2185	2577	2859	3341	营业税金及附加	58	64	70	85	97
其他流动资产	879	876	866	1177	1288	销售费用	452	596	627	726	834
<b>流动资产合计</b>	<b>7584</b>	<b>8777</b>	<b>9575</b>	<b>10700</b>	<b>12373</b>	管理费用	321	341	395	455	520
固定资产	1834	2352	2702	2996	3261	研发费用	658	731	836	968	1111
无形资产及其他	309	369	355	342	327	财务费用	(12)	(84)	(44)	(45)	(65)
投资性房地产	288	413	413	413	413	投资收益	102	278	199	193	223
长期股权投资	1678	1982	2202	2435	2687	资产减值及公允价值变动	(18)	(11)	(16)	(15)	(14)
<b>资产总计</b>	<b>11694</b>	<b>13894</b>	<b>15248</b>	<b>16886</b>	<b>19061</b>	其他收入	(647)	(641)	(836)	(968)	(1111)
短期借款及交易性金融负债	840	921	1459	1093	1077	营业利润	1180	2092	2476	2935	3392
应付款项	2167	2554	2174	2314	2346	营业外净收支	0	1	0	0	0
其他流动负债	722	1036	916	1157	1372	<b>利润总额</b>	<b>1180</b>	<b>2093</b>	<b>2476</b>	<b>2935</b>	<b>3392</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3729</b>	<b>4511</b>	<b>4549</b>	<b>4564</b>	<b>4795</b>	所得税费用	106	258	322	382	441
长期借款及应付债券	1026	0	0	0	0	少数股东损益	86	114	135	160	185
其他长期负债	128	132	154	162	174	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>988</b>	<b>1720</b>	<b>2019</b>	<b>2393</b>	<b>2765</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1154</b>	<b>132</b>	<b>154</b>	<b>162</b>	<b>174</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>4883</b>	<b>4643</b>	<b>4703</b>	<b>4726</b>	<b>4969</b>	净利润	988	1720	2019	2393	2765
少数股东权益	531	631	716	825	951	资产减值准备	(14)	30	11	5	5
股东权益	6279	8620	9828	11335	13141	折旧摊销	226	280	241	288	326
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11694</b>	<b>13894</b>	<b>15248</b>	<b>16886</b>	<b>19061</b>	公允价值变动损失	18	11	16	15	14
						财务费用	(12)	(84)	(44)	(45)	(65)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(372)	95	(991)	(620)	(657)
每股收益	1.14	1.84	1.54	1.83	2.11	其它	62	53	74	104	121
每股红利	0.50	0.49	0.62	0.68	0.73	<b>经营活动现金流</b>	<b>908</b>	<b>2190</b>	<b>1370</b>	<b>2185</b>	<b>2574</b>
每股净资产	7.25	9.21	7.50	8.65	10.03	资本开支	0	(805)	(605)	(588)	(595)
ROIC	16.19%	20.67%	23%	24%	25%	其它投资现金流	298	57	0	0	0
ROE	15.73%	19.96%	21%	21%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>123</b>	<b>(1053)</b>	<b>(824)</b>	<b>(821)</b>	<b>(848)</b>
毛利率	18%	21%	22%	22%	22%	权益性融资	37	32	0	0	0
EBIT Margin	7%	10%	12%	12%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	12%	13%	14%	14%	支付股利、利息	(436)	(463)	(810)	(886)	(959)
收入增长	-1%	13%	17%	16%	15%	其它融资现金流	511	492	538	(366)	(16)
净利润增长率	9%	74%	17%	19%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(323)</b>	<b>(402)</b>	<b>(272)</b>	<b>(1252)</b>	<b>(975)</b>
资产负债率	46%	38%	36%	33%	31%	<b>现金净变动</b>	<b>708</b>	<b>736</b>	<b>274</b>	<b>111</b>	<b>752</b>
股息率	2.7%	2.9%	5.1%	5.6%	6.0%	货币资金的期初余额	2331	3040	3775	4049	4160
P/E	15.0	9.3	11.1	9.3	8.1	货币资金的期末余额	3040	3775	4049	4160	4911
P/B	2.4	1.9	2.3	2.0	1.7	企业自由现金流	0	1017	602	1439	1786
EV/EBITDA	15.1	10.7	10.9	9.0	7.9	权益自由现金流	0	1509	1178	1112	1827

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032