

叉车行业2024年半年报总结 受益海外份额提升，龙头业绩增速稳健

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

二零二四年九月十九日

核心观点：2024上半年板块业绩增速稳健，建议关注估值回落的国产龙头

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上半年财务数据，分析上半年时予以剔除。

投资逻辑

● 受益锂电产品出海，板块业绩增速稳健

2024上半年叉车板块业绩维持稳健增长。收入端，受国内制造业景气度下滑，大车需求减少，增速放缓，利润端，受益高毛利率海外业务、电车占比提升，增速显著强于营收。2024上半年叉车板块实现营收210亿元，同比增长4%，归母净利润21亿元，同比增长23%。2024上半年板块销售毛利率21.5%，同比增长1.6pct，销售净利率10.3%，同比增长1.5pct。高毛利率的海外业务（各企业国内海外毛利率差约6-9pct）和电动大车占比提升、钢材等原材料价格同比下降，叉车板块盈利能力继续提升。

● 内外景气度磨底，可期待国内政策驱动、海外渠道库存消化后的需求复苏

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。2014-2023年全球叉车销量CAGR为7%，国内/海外分别为13%/4%。短期来看，行业国内景气磨底，70万台年销量基本均为存量更新需求；海外经销商库存处于消化期，订单增速已下滑1年有余（22-23年），Q2龙头丰田、凯傲在手订单环比回升约9%，反映库存消化，新订单边际改善。下半年，国内原材料价格仍低位震荡，且海外收入增长，占比被动提升，叉车企业利润率有望维持较高水平。中长期看，国内外锂电化率提升仍有空间，助力结构优化+出海。2023年国内、海外锂电化率（锂电平衡重叉车占总体叉车的比重）分别为19%/13%，提升空间广阔。市场较担心美国风险，我们测算美国市场占全球销量、规模比重分别约12%、18%，且对电车诉求弱于核心市场欧洲，双龙头美国收入占比不足10%，实际影响可控。此外，随21年开始销往海外的叉车机龄增长，后市场服务将接力新机销售创造新增长点。

表：可比公司估值表

2024/8/21		货币单位	市值	净利润（亿元）				PE			2023-2026
代码	公司		（亿元）	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	CAGR
603298.SH	杭叉集团	人民币	210	17.2	20.5	24.3	29.3	10	9	7	19%
600761.SH	安徽合力	人民币	145	12.8	15.6	18.3	22.5	9	8	6	21%
603611.SH	诺力股份	人民币	39	4.6	5.4	6.3	7.4	7	6	5	17%
6201.T	丰田工业	日元	37,374	1,929	2,288	2,766	2,926	16	14	13	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	11	1.3	1.4	1.4	1.5	8	8	7	6%

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：杭叉集团、安徽合力为东吴证券研究所预测数据，诺力股份数据为Wind一致预期，其余公司数据为彭博一致预期



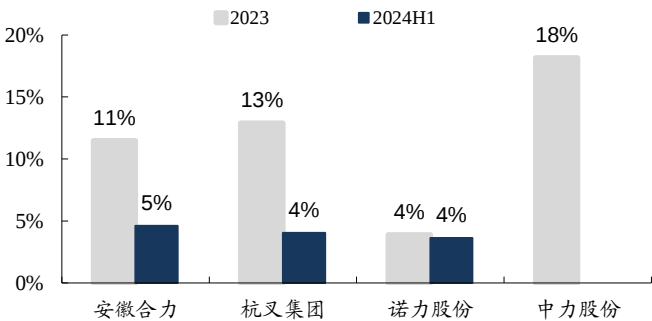
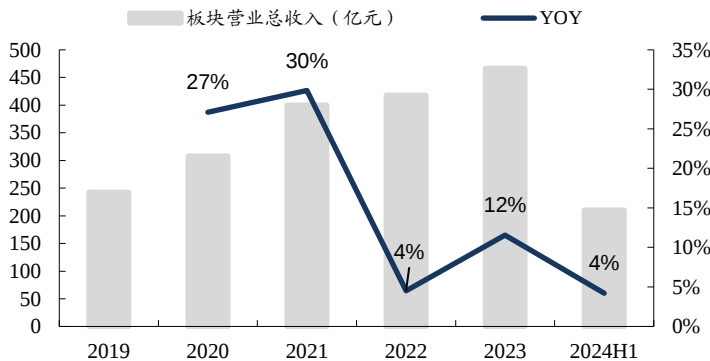
- 一、板块利润增速显著强于营收，锂电化+全球化逻辑兑现
- 二、国内外景气磨底，静待内需复苏、海外渠道库存消化
- 三、投资建议与风险提示

1.1. 2024上半年叉车板块营收同比增长4%，增速稳健

- 2024上半年叉车板块增速稳健：板块实现营业总收入210亿元，同比增长4%（数据均不含中力，后文同）。单二季度板块实现营业总收入108亿元，同比增长4%，环比增长5%。
- 2024上半年我国叉车行业销量66万台，同比增长13%，其中国内销量43万台，同比增长10%，出口销量23万台，同比增长20%。分车型，2024上半年平衡重叉车（一、四、五类车）销量同比持平。
- 叉车板块收入增速低于行业销量增速，主要系制造业景气度较弱，决定行业规模与主机厂收入的平衡重叉车需求承压。安徽合力、杭叉集团平衡重叉车占收入比重较高，2024上半年收入增速受影响较大。

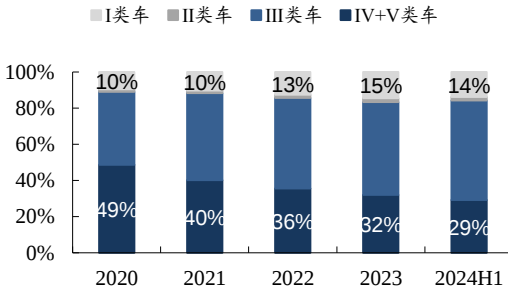
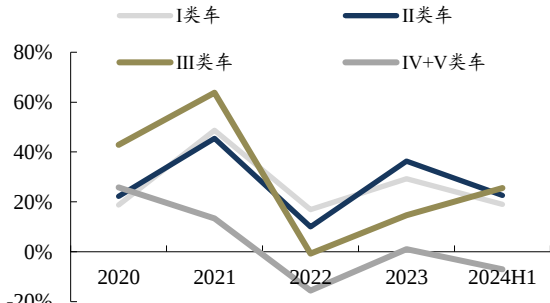
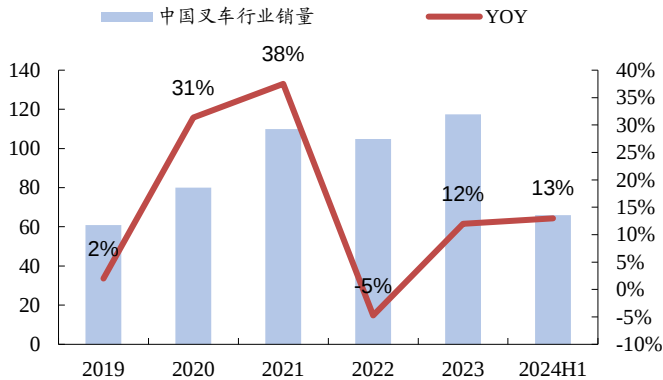
图：2024上半年叉车板块营业总收入210亿元，同比增长4%

图：板块各企业2023年/2024上半年营收增速



图：2024上半年中国叉车行业销量同比增长12%

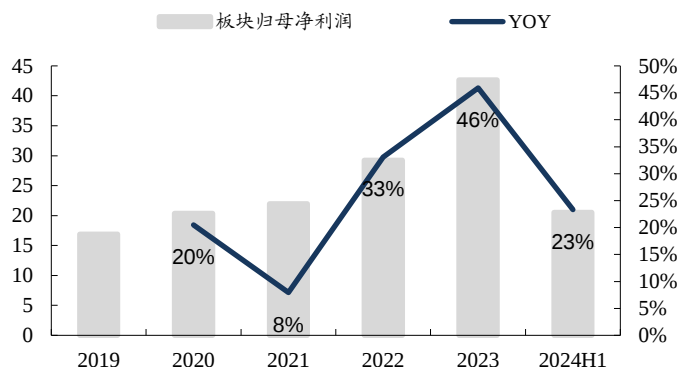
图：分车型，一二类车增速领先三四五类车，影响行业销量与收入增速间的匹配度



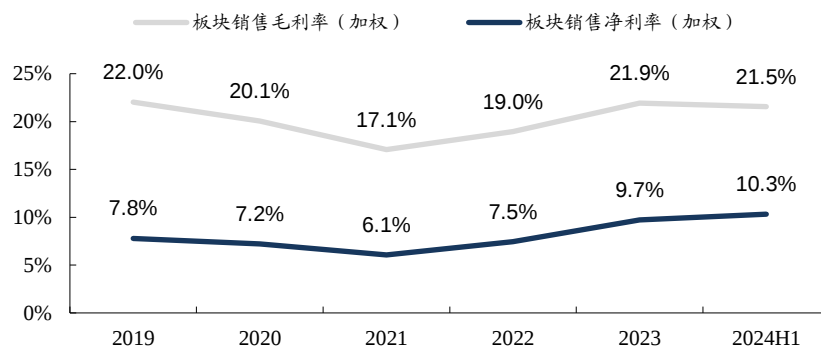
1.2 2024上半年归母净利润同比+23%，增速强于营收

- 2024上半年叉车板块实现归母净利润20.5亿元，同比增长23%，销售毛利率/净利率分别为22%/10%，同比分别增长1.6/1.5pct。叉车板块盈利水平持续提升，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。2024上半年叉车板块期间费用率提升1.2pct，为拓展海外市场&产品本地化，销售、研发费用提升明显。
- 分企业，2024上半年安徽合力、杭叉集团、诺力股份归母净利润分别同比增长22%、29%、8%。大车实力更强、出海更快的合力、杭叉利润增速更显著。

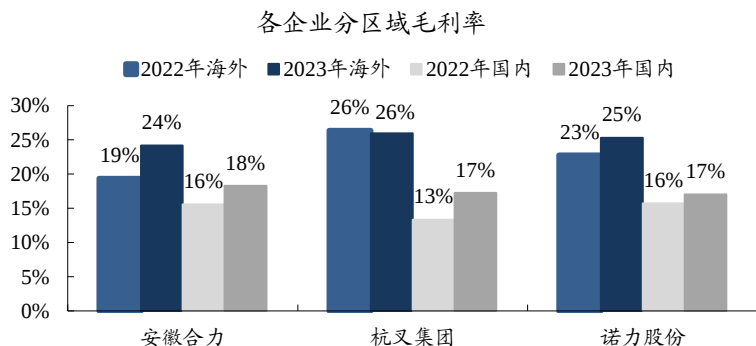
图：2024上半年叉车板块归母净利润同比+23%，增速强于营收



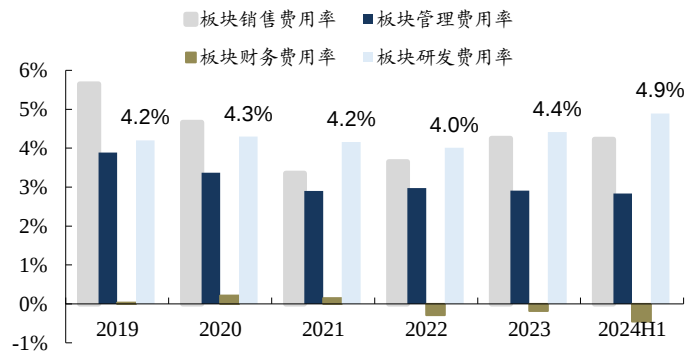
图：2024上半年叉车板块销售毛利率/净利率分别为22%/10%，同比分别增长1.6/1.5pct



图：各企业2023年海外毛利率高于国内6-9pct



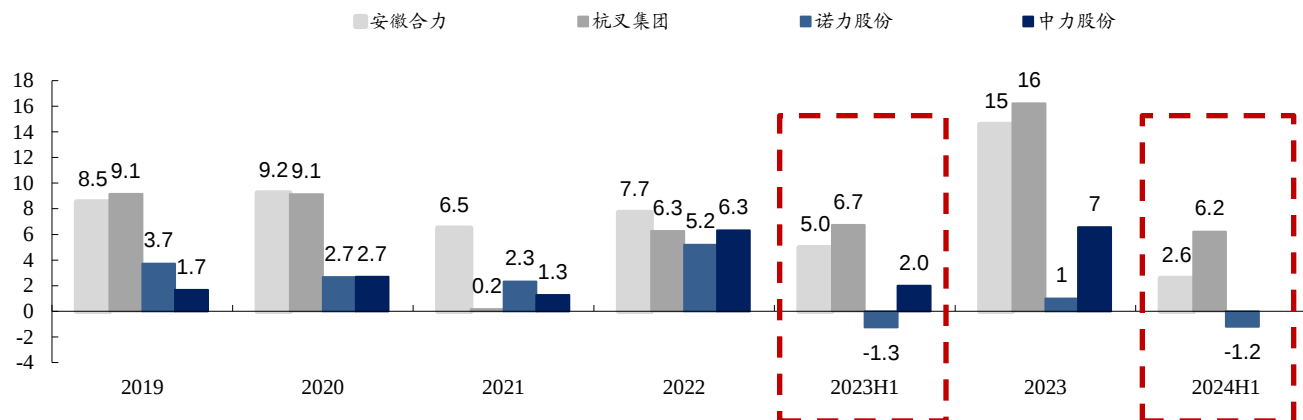
图：2024上半年板块期间费用率同比提升1.2pct



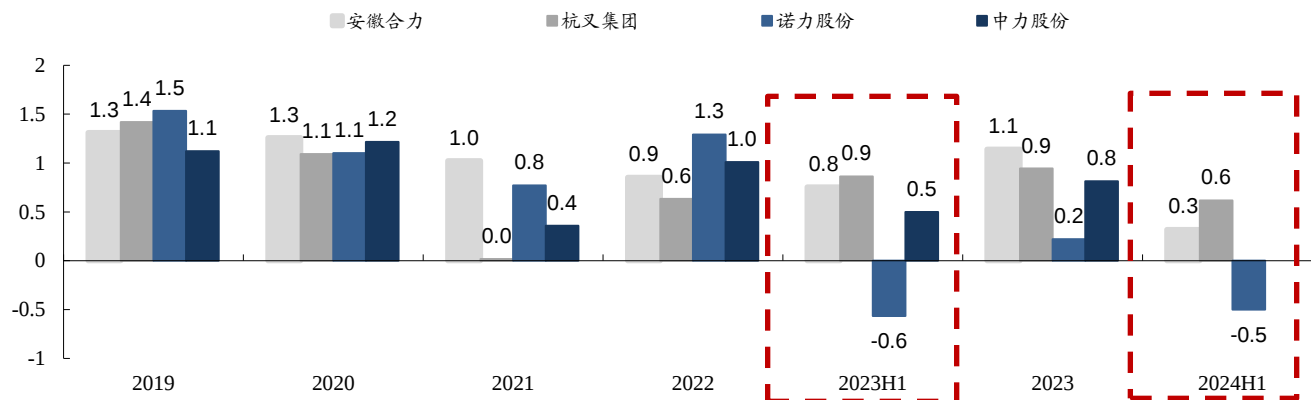
1.3 现金流：主动拓展海外市场，现金流有所下降

- 2024上半年主要叉车企业经营活动现金流净额、净现比出现不同幅度的下滑。安徽合力、杭叉集团、诺力股份经营活动现金流净额分别为5.0/6.7/-1.3亿元，同比分别变动-2.4/-0.5/0.0亿元；净现比分别为0.3/0.6/-0.5，同比分别变动-0.4/-0.2/0.1。其中，安徽合力海外市场拓展力度较大，销售费用增加明显，现金流降幅更大。

图：2024上半年主要叉车企业经营活动现金流净额有所下滑



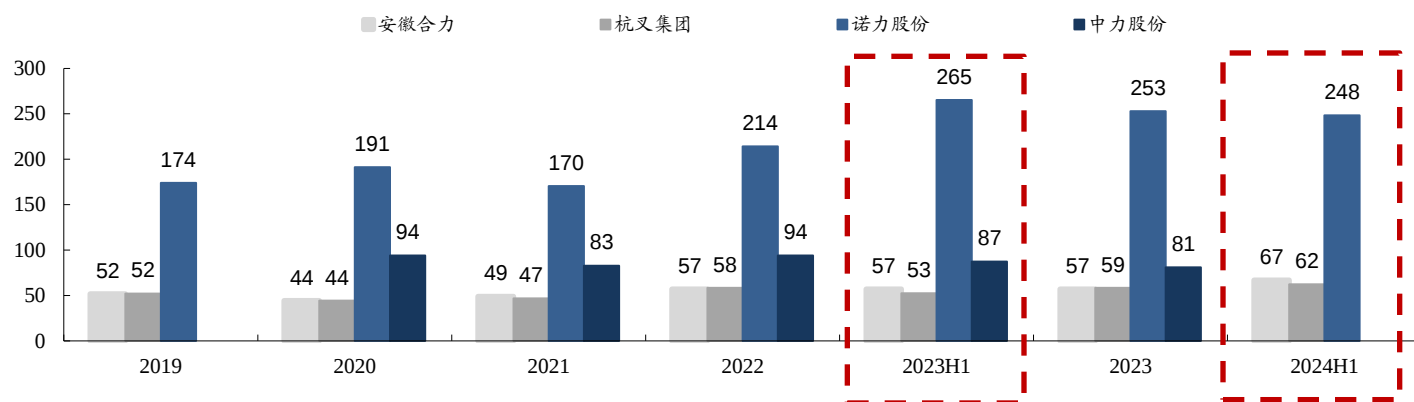
图：2024上半年主要叉车企业净现比有所下滑



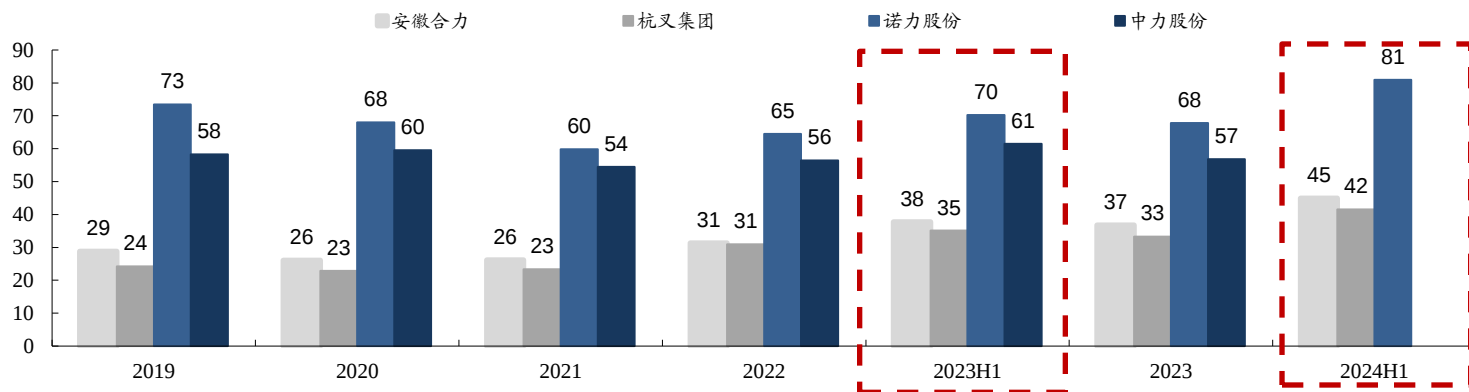
1.4 运营能力：海外业务占比提升，存货/应收账款周转天数提升

- 受海外营收占比提升影响，2024上半年主要叉车企业存货/应收账款周转天数有所提升。安徽合力、杭叉集团存货周转天数均同比增加9.7天，应收账款周转天数分别同比增加7.2/6.5天。

图：2024上半年主要叉车企业存货周转天数有所提升



图：2024上半年主要叉车企业应收账款周转天数有所提升





■ 一、板块利润增速显著强于营收，锂电化+全球化逻辑兑现

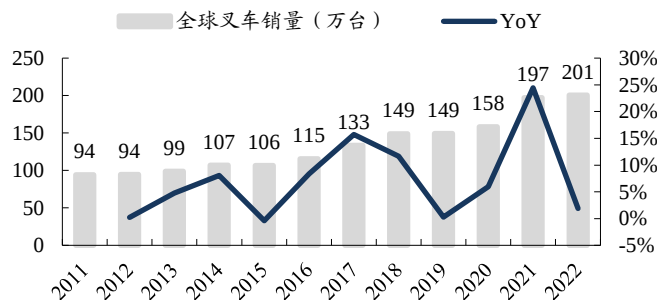
■ 二、国内外景气磨底，静待内需复苏、海外渠道库存消化

■ 三、投资建议与风险提示

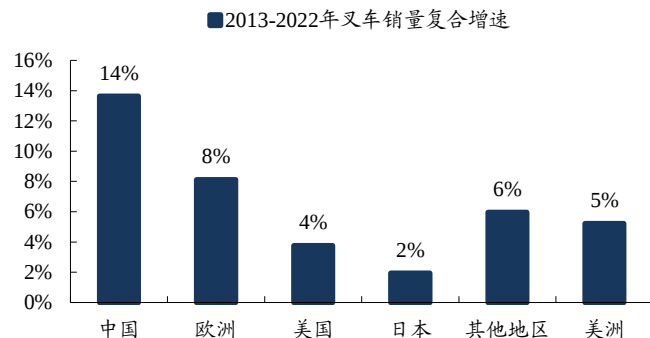
2.1 周期复盘：电动化+机器替人趋势明显，成长性强于周期性

- 叉车与传统工程机械逻辑不同，成长性大于周期性：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，全球行业销量每年维持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



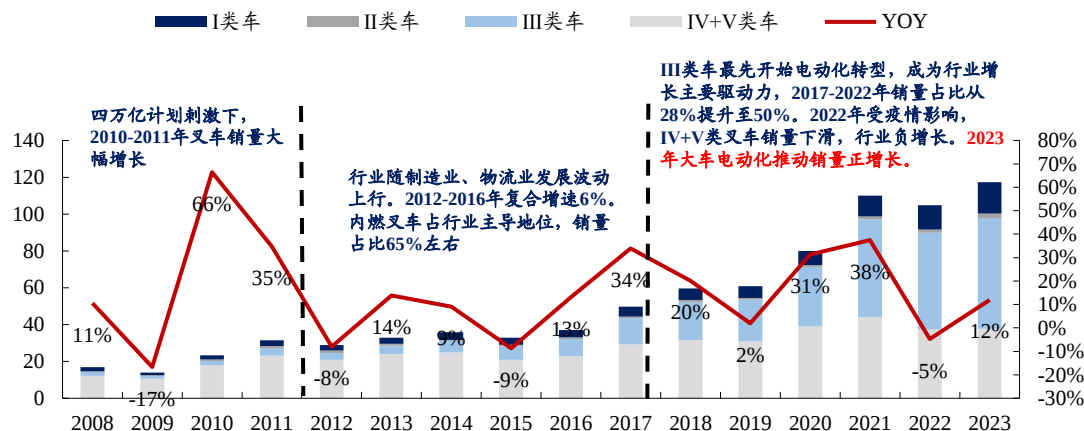
图：2024-2026年全球叉车销量测算：按存量更新，销量个位数波动（本测算未考虑手动液压车潜在替代空间）

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

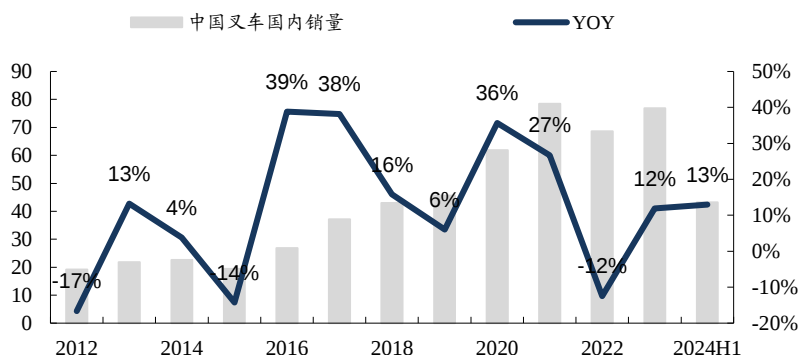
2.1 周期复盘：电动化+机器替人趋势明显，成长性强于周期性

- 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。2017-2023年一/二/三/四五类叉车销量CAGR分别为22%/16%/27%/4%。其中，三类车主要替代手动液压车，价值量低，电动化转型最为迅速，受三类车影响，我国叉车内外销量波动幅度较大，2022年起三类车销量占比突破50%。
- 整体看，叉车出口增速快于国内，2017-2023年叉车行业销量CAGR为15%，其中内销13%，出口22%。

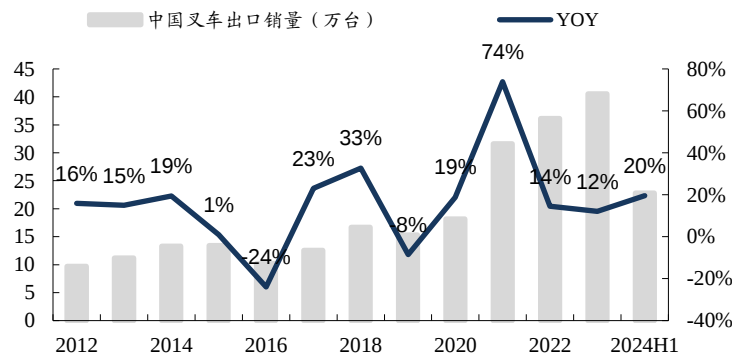
图：我国叉车行业销量复盘：随制造业、物流业发展波动上行



图：受三类车影响，我国叉车内销销量波动较大



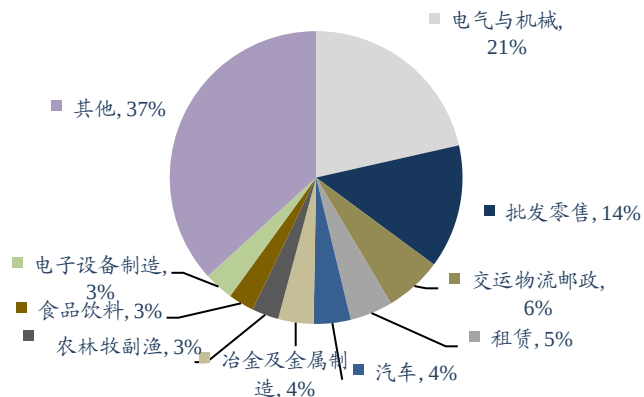
图：受三类车影响，我国叉车出口销量波动较大



2.2 国内市场：受制造业景气度下滑影响，叉车需求磨底

- 叉车核心下游为制造业和物流业。制造业占我国叉车下游比重六成以上，叉车销量与PMI指数相关性较强。
- 2024年叉车国内销量同比增长13%，主要为低价值量的三类小车驱动，平衡重叉车增速表现较弱。行业销量以存量更新为主。**根据我们测算，保守按十年寿命，国内一至五类叉车保有量约400万台，手动液压车保有量约1200万台（可按1/4比例换算成三类车）。当前国内70-80万台叉车销售基本为存量更新，受制造业景气低迷影响，行业需求磨底。

图：2023年国内叉车下游结构（按行业）



图：国内制造业PMI位于景气区间以下



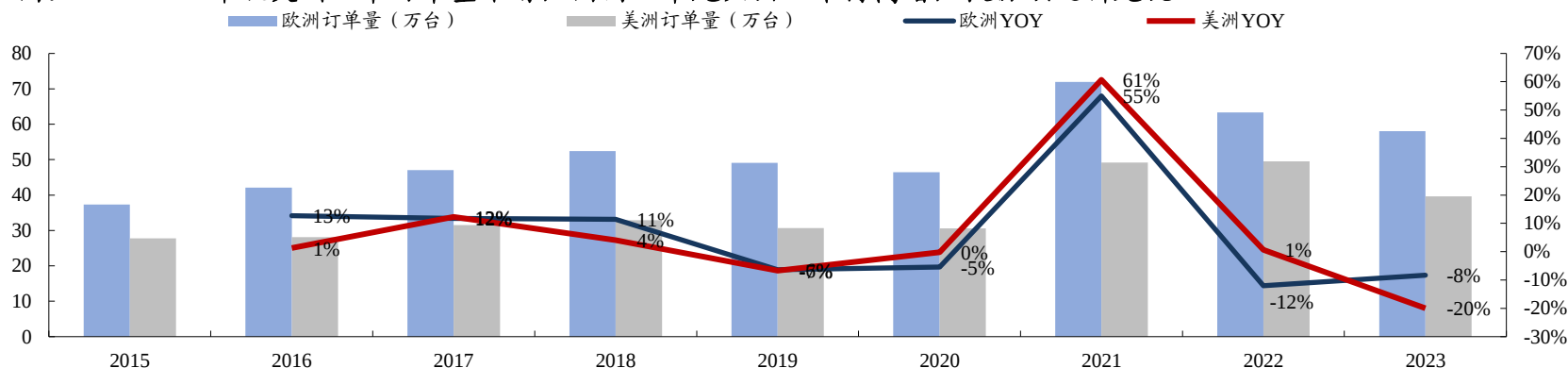
图：考虑三类车替代手动液压车的量，2022-2024年叉车国内销售以存量更新为主

单位：万台	国内叉车保有量	手动液压车保有量	手动液压车换算三类车保有量	存量更新比例（寿命更新）	存量更新需求	保有量新增比例（下游投资/机器替人）	新增需求	国内叉车销量
2022	366	1200	300	10%	67	1%	2.0	69
2023	420	1080	270	11%	72	1%	4.4	77
2024E	424	972	243	11%	73	2%	8.5	82
2025E	433	875	219	12%	75	3%	13.0	88
2026E	446	787	197	12%	77	3%	13.4	90

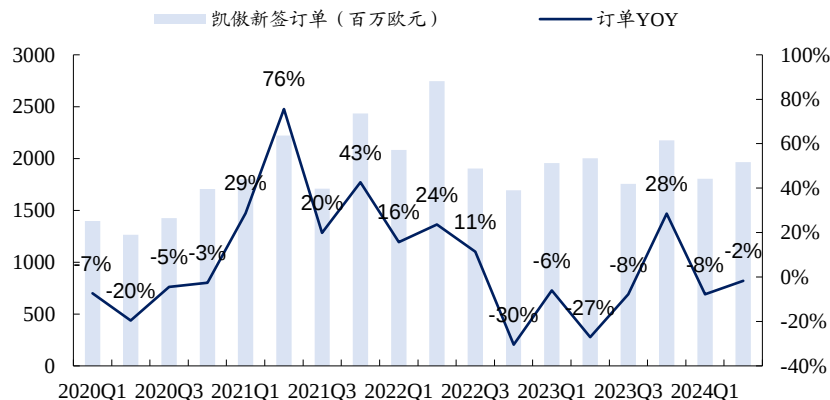
2.3 海外市场：仍处库存消化期，全球龙头新签订单已边际改善

- 受疫情扰动影响，2021年全球叉车新签订单达到历史高峰。疫情影响消除后，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、美洲叉车行业新签订单分别同比下降8%/20%，龙头丰田、凯傲新签订单增速自2022年Q3起持续下滑，收入则随订单交付，持续增长。
- 海外新签订单下降或反映库存堆积，经销商新下单意愿不强。2024年Q2龙头丰田、凯傲在手订单环比回升约9%，反映库存消化，新订单边际改善。国产叉车交期低于海外，有望受益需求回暖。

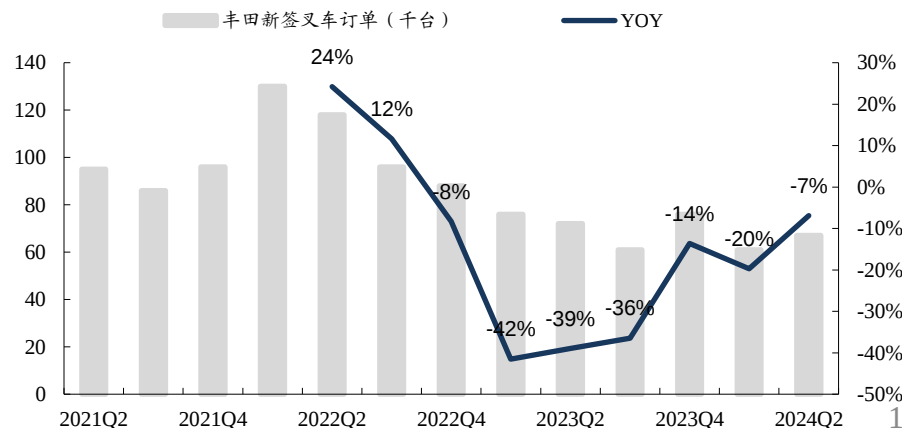
图：2022-2023年欧美洲叉车订单量下滑，国内叉车龙头出口维持高增，提份额逻辑兑现



图：2024年Q2凯傲新签订单环比提升9%



图：2024年Q2丰田新签订单环比提升8%



2.4.1 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℃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%
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）

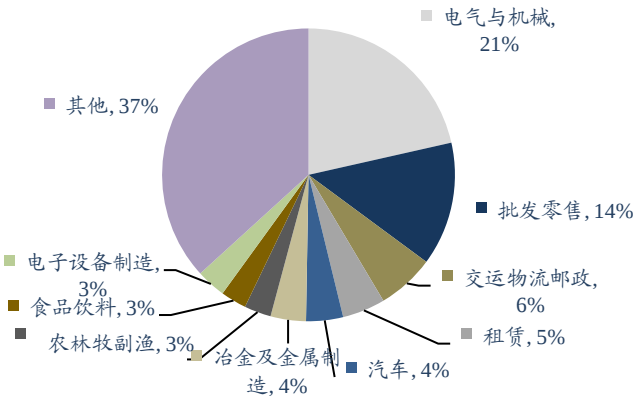
	锂电池叉车	内燃叉车
采购单价（元）	120000	60000
每小时耗电/油耗	3度	3L
电价/油价	1元/度	8元/L
每小时成本（元）	3	24
每年工作时长（小时）	2000	2000
每年能耗成本（元）	6000	48000
维护间隔时间（小时）	-	400
单次维保费用（元）	-	400
每小时维保成本（元）	-	1
每年维保成本（元）	-	2000
一年总成本（元）	126000	110000
两年总成本（元）	132000	160000
五年总成本（元）	150000	310000

数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

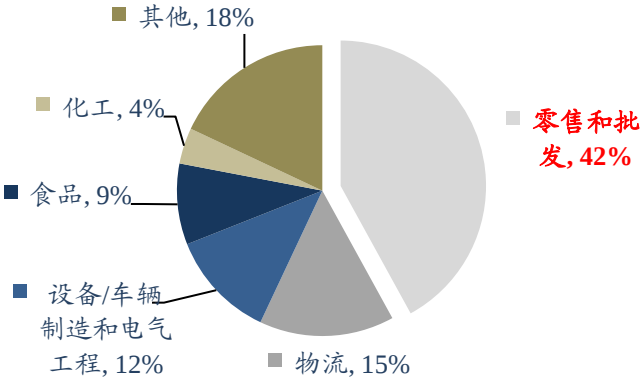
2.4.1 锂电叉车兼具经济性与环保性，为行业发展趋势

- 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。

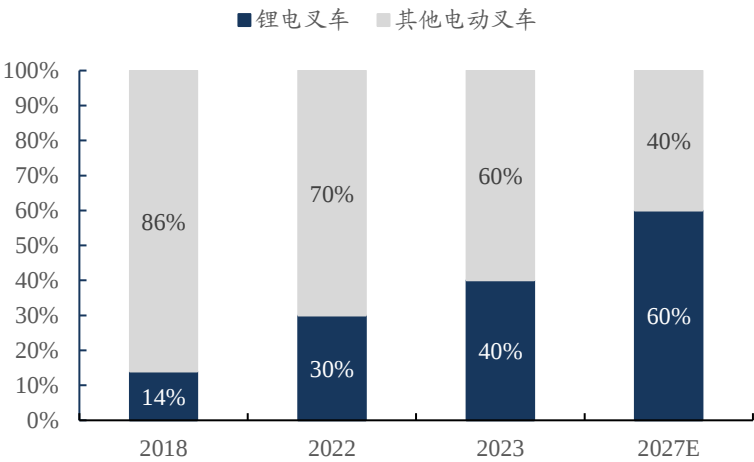
图：2023年国内叉车下游结构（按行业）



图：2023年永恒力收入结构中，零售与批发占比达42%

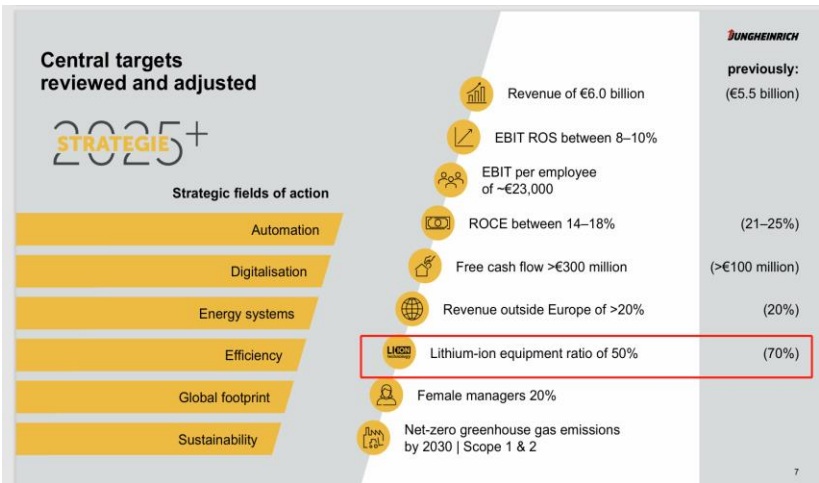


图：根据凯傲预测，2027年全球叉车锂电化率将翻倍至60%



注：永恒力叉车电动化率为100%

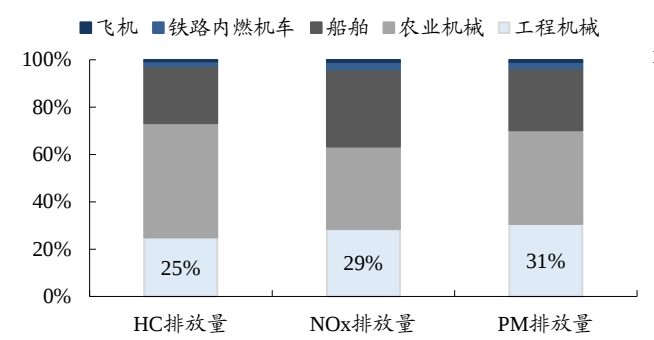
图：永恒力提出2025年前锂电化率达50%



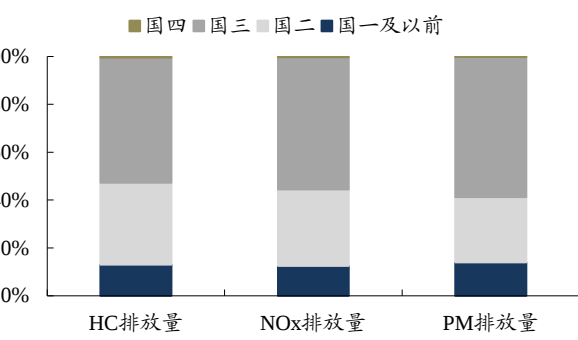
2.4.1 锂电叉车兼具经济性与环保性，为行业发展趋势

- 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。

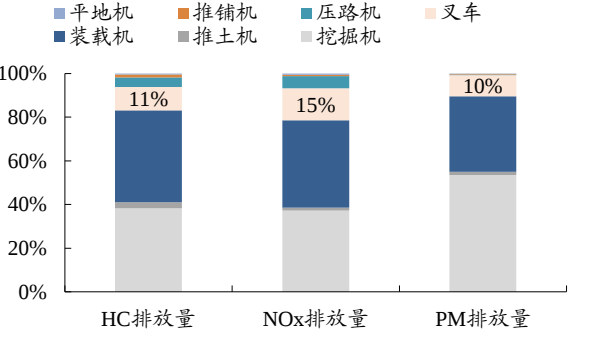
图：工程机械HC、NOx、PM排放量约占非道路移动机械30%



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。	

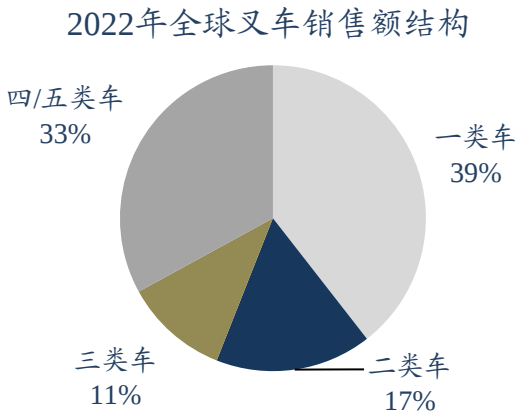
表：大规模设备更新相关政策梳理

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》

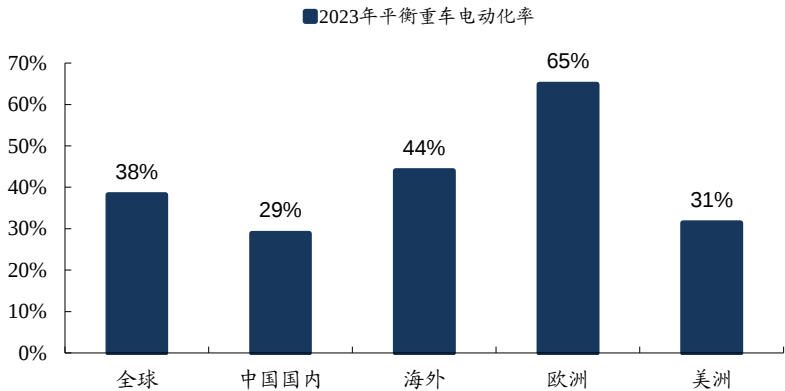
2.4.2 海外、国内平衡重叉车锂电化分别为19%/13%，提升空间广阔

- 按销售额，平衡重叉车（一、四、五类车）约占市场规模的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：2023年我国平衡重叉车电动化率仅29%，低于全球38%水平

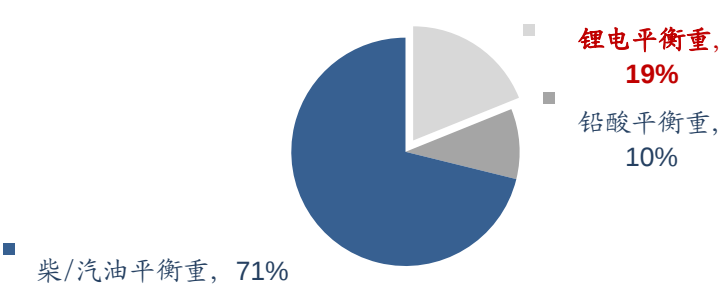


2.4.2 海外、国内平衡重叉车锂电化分别为19%/13%，提升空间广阔

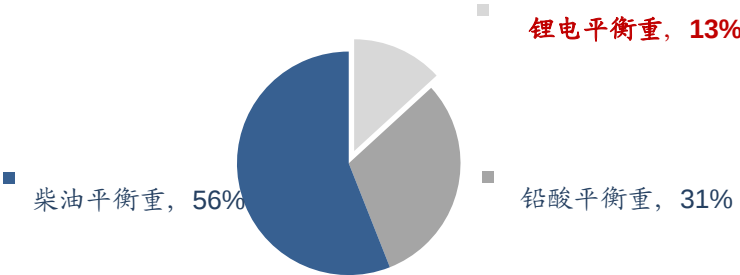
东吴证券
SOOCHOW SECURITIES

- 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

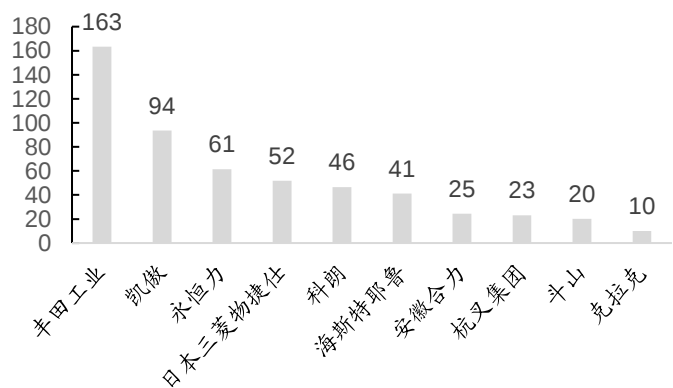
	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
国内平衡重叉车销量	38	40	42	44	47
YOY	12%	5%	5%	5%	5%
电动化率（按年+5pct）	29%	34%	39%	44%	49%
锂电叉车占电动叉车比重（按年+5pct）	66%	71%	76%	81%	86%
均价（万元）	7.5	7.7	7.8	8.0	8.1
国内平衡重叉车市场规模（亿元）	289	310	331	354	379
YOY	16%	7%	7%	7%	7%
海外平衡重叉车销量	61	64	67	71	74
YOY	5%	5%	5%	5%	5%
电动化率（按年+1pct）	44%	45%	46%	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，工业车辆协会，东吴证券研究所

2.5 双龙头海外份额合计约10%，锂电化助力弯道超车

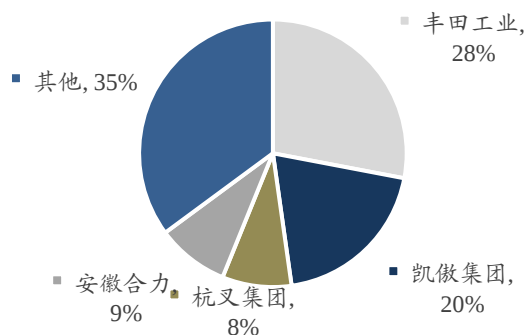
- 我国叉车出海核心逻辑为份额提升。我们测算2023年全球叉车整机市场规模约1600亿元人民币，其中国内约400亿元，海外约1200亿元，2023年国产双龙头海外份额合计仅10%，提升空间广阔。
- 国产叉车出海具备交期、性价比、锂电产业链领先三大优势。随海外渠道建设完备、品牌认知度提升，份额提升将带动海外营收增长。

图：2023年主要叉车厂商营收规模对比

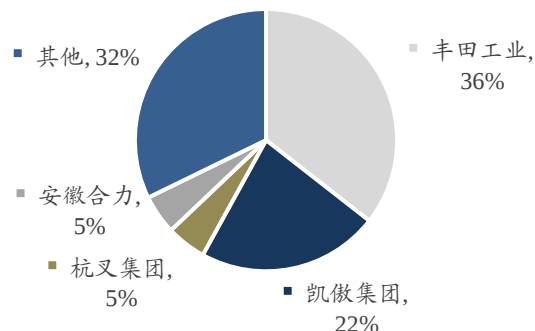


图：我们测算2023年杭叉、合力海外设备市场份额仅各5%，成长空间广阔

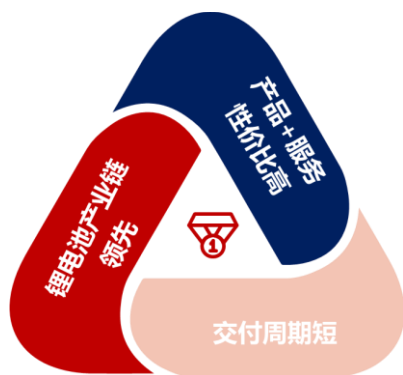
2023年全球叉车设备市场竞争格局（按收入）



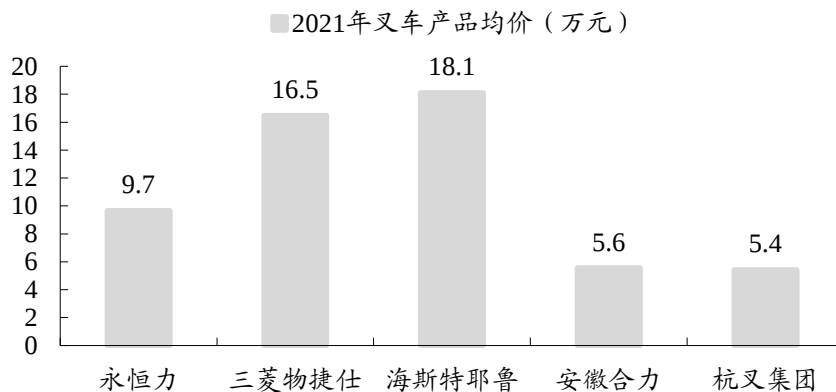
2023年海外叉车设备市场竞争格局（按收入）



图：国产叉车出海具备三大优势



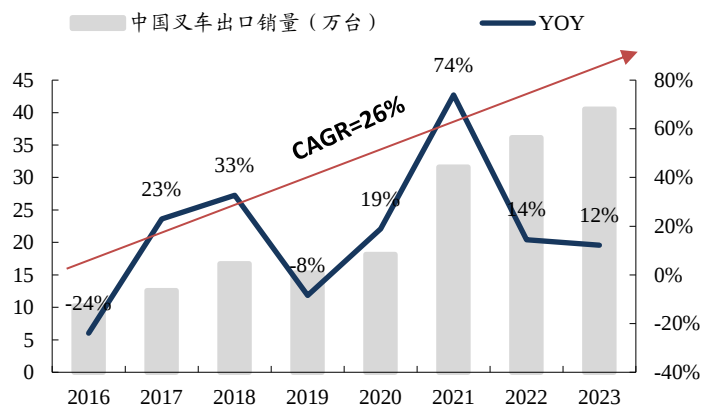
图：海内外主要品牌均价对比



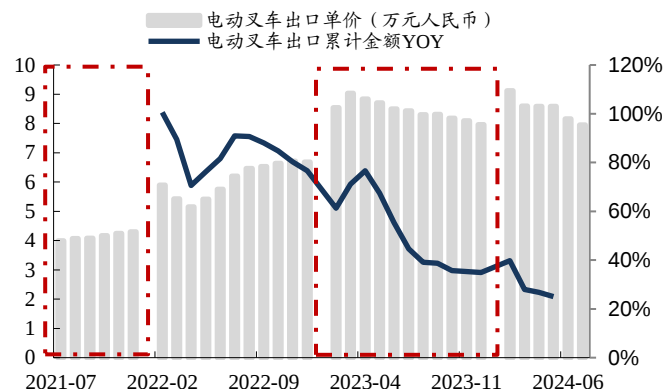
2.5 双龙头海外份额合计约10%，锂电化助力弯道超车

- 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。

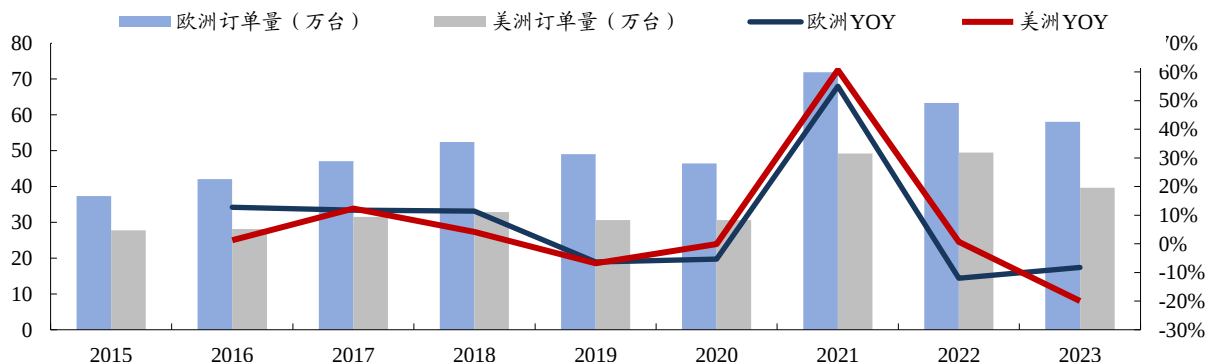
图：2016-2023年国产叉车出口销量CAGR达26%



图：电动叉车出口单价逐年提升，出口结构持续优化



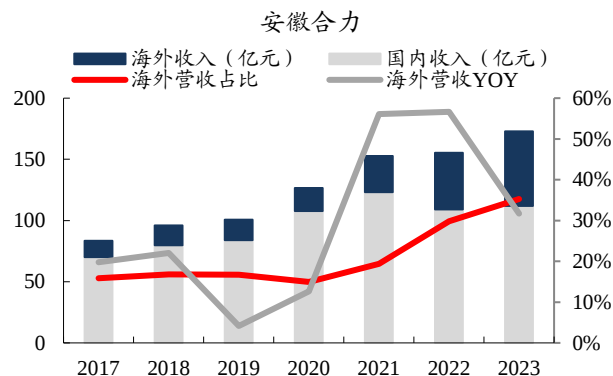
图：2022-2023年欧美洲叉车订单量下滑，国内叉车出口维持高增，反映提份额逻辑兑现



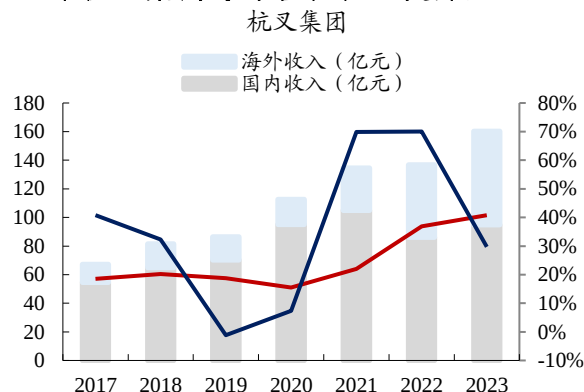
2.5 双龙头海外份额合计约10%，锂电化助力弯道超车

- 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。

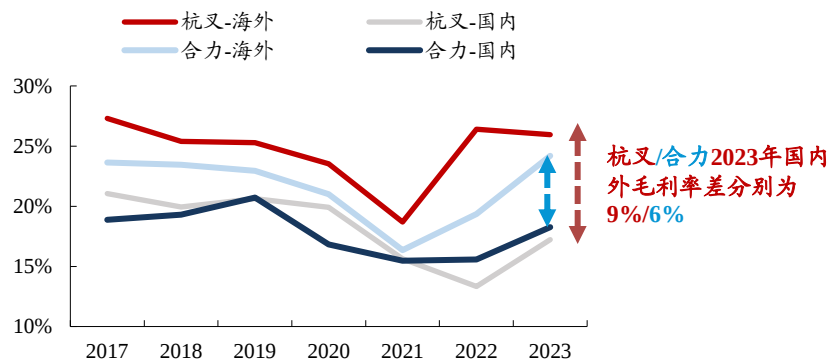
图：2023年安徽合力海外营收占比提升至35%



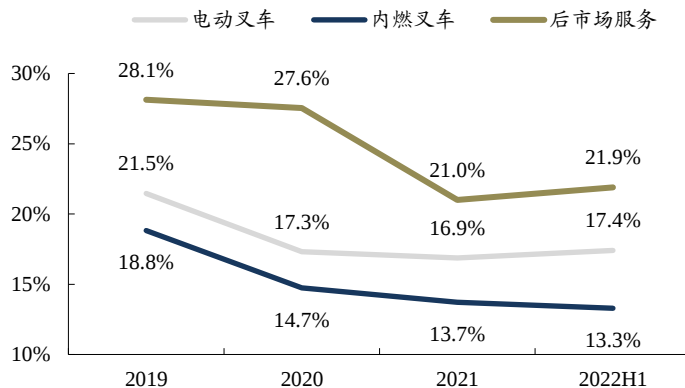
图：2023年杭叉集团海外营收占比提升至41%



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



2.5 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	30	46	61	79	99	35.4%
	国内收入	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	30	50	62	74	89	31.6%
	国内收入	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%	

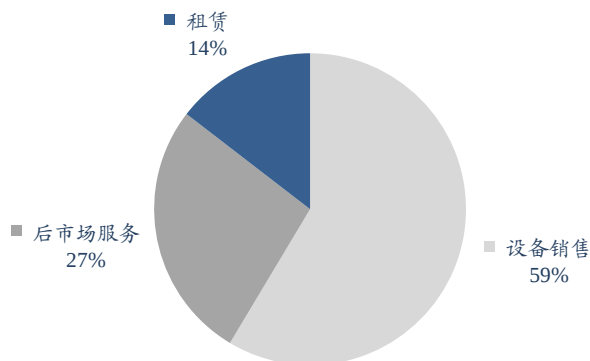
数据来源：Wind，WITS，东吴证券研究所

2.6 远期看，后市场业务有望助力可持续发展

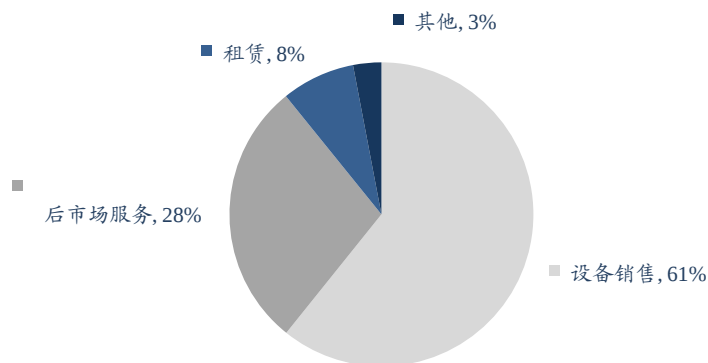
- 海外后市场业务空间广阔，环境友好。根据我们的产业链调研，叉车后市场服务市场规模（包括零部件、维修维保和租赁）和设备市场规模体量接近，利润率远高于设备销售。
- 与国内市场不同，海外客户更倾向于接受原厂的后市场服务，环境友好。国产品牌出海后，随设备保有量提升，远期看后市场业务将接力设备，贡献持续业绩增长。

图：后市场与租赁约占海外龙头永恒力、物捷仕收入40%

德国永恒力收入结构（2022）



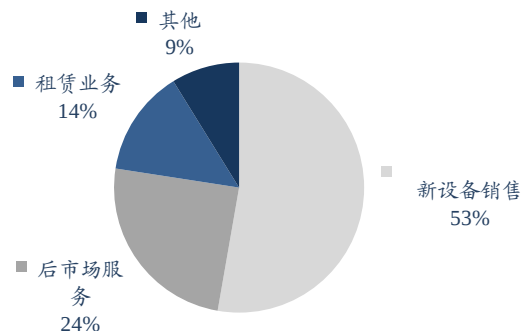
日本三菱物捷仕收入结构（2022）



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、板块利润增速显著强于营收，锂电化+全球化逻辑兑现
- 二、国内外景气磨底，静待内需复苏、海外渠道库存消化
- 三、投资建议与风险提示

- 我们认为叉车行业短中期有望维持稳健增长
短期来看，行业国内景气磨底，70万台年销量基本均为存量更新需求；海外经销商库存处于消化期，订单增速已下滑1年有余（22-23年），Q2龙头丰田、凯傲在手订单环比回升约9%，反映库存消化，新订单边际改善，若后续国内制造业景气度回升、海外渠道补库，叉车需求有望修复。下半年，国内原材料价格仍低位震荡，且海外收入增长，占比被动提升，叉车企业利润率有望维持较高水平。
中长期看，国内外锂电化率提升仍有空间，助力结构优化+出海。2023年国内、海外锂电化率（锂电平衡重叉车占总体叉车的比重）分别为19%/13%，提升空间广阔。市场较担心美国风险，我们测算美国市场占全球销量、规模比重分别约12%、18%，且对电车诉求弱于核心市场欧洲，双龙头美国收入占比不足10%，实际影响可控。此外，随21年开始销往海外的叉车机龄增长，后市场服务将接力新机销售创造新增长点。
- 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

2024/8/21		货币单位	市值	净利润（亿元）				PE			2023-2026
代码	公司		（亿元）	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	CAGR
603298.SH	杭叉集团	人民币	210	17.2	20.5	24.3	29.3	10	9	7	19%
600761.SH	安徽合力	人民币	145	12.8	15.6	18.3	22.5	9	8	6	21%
603611.SH	诺力股份	人民币	39	4.6	5.4	6.3	7.4	7	6	5	17%
6201.T	丰田工业	日元	37,374	1,929	2,288	2,766	2,926	16	14	13	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	11	1.3	1.4	1.4	1.5	8	8	7	6%

- **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 财富家园