

国产叉车龙头，国际化、电动化持续加码

603298 CH
Hangcha Group
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb23.6

Yuewei Zhao
yw.zhao@htisec.com

Jingbo Zhao
jb.zhao@htisec.com

Kunyang Wang
ky.wang@htisec.com

投资要点：

- 公司是国产民营叉车龙头，战略规划清晰、业绩持续稳健。**公司深耕叉车行业近 70 余载，是国内综合销量排名前二的叉车龙头制造商。2011 年公司引入巨星控股，形成民企控股、国资参股、高管持股的稳定股权架构；自 2016 年上市以来，公司不断加大国际化、电动化、智能化以及后市场布局，业绩持续稳健。2023 年/2024Q1-3 公司实现营业收入 162.72/127.33 亿元，同比 +12.90%/+1.55%，2023 年/2024Q1-3 实现归母净利润 17.20/15.73 亿元，同比 +74.23%/+21.20%。
- 叉车：稳健增长，预计 2027 年全球叉车市场空间约 2000 亿元，出海与电动化带来结构性机遇，后市场及智能化打开新空间。**
 - 成长性：**叉车应用广泛具备通用属性，受益国内经济快速发展、物流业崛起、出口以及机器人趋势保持较快发展。
 - 电动化：**电动叉车尤其是锂电池叉车在环保、性能、成本方面具优势，国内产业链优势赋能内资品牌竞争力；
 - 市场空间：**我们预计 2027 年全球叉车市场达 2102 亿元，国内市场 525 亿元，海外市场 1577 亿元，国产品牌走向全球是必然趋势。
 - 竞争格局：**国外制造商具备先发优势，国产龙头凭借性价比及交期优势不断抢占海外市场。
 - 长期成长：**对比海外龙头叉车厂商营收结构及海外用户获取叉车模式，中国叉车公司营收主要以新车销售为主，后市场及智能物流解决方案的比例处于较低水平，我们预计未来随着商业模式的拓张，有较大成长空间。
- 公司：国际化、电动化加速布局，后市场及智能化有望打开新成长空间。**公司坚持“两头强、中间精”经营发展模式，具备供应链与规模化优势。公司前瞻性布局新能源产业链，通过自研+产业协作的模式，在性能、产品谱系、供应链、品牌效应建立全面领先优势，并加速海外销售网络开拓，利用本地化部署加强性价比及交期优势，产品市占率及盈利能力有所提升。同时，公司积极布局叉车后市场与智能化业务，一是率先切入智能 AGV 赛道，在智能物流领域形成清晰的业务架构，订单、营收保持快速增长；二是完善租赁及配件销售，通过子公司发力全球后市场，进一步强化全球竞争力。此外，公司在高机业务上有所布局，未来具备一定发展空间。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。（Please see appendix for English translation of the disclaimer）

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14412	16272	16833	18823	20310
(+/-)YoY(%)	-0.5%	12.9%	3.4%	11.8%	7.9%
净利润（百万元）	987	1720	2061	2274	2464
(+/-)YoY(%)	8.7%	74.2%	19.8%	10.3%	8.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.75	1.31	1.57	1.74	1.88
毛利率(%)	17.8%	20.8%	21.5%	21.0%	20.5%
净资产收益率(%)	15.7%	20.0%	20.1%	18.9%	17.7%

资料来源：公司年报（2022-2023），HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测和估值。**我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 168.33/188.23/203.10 亿元, 同比增长 3.45%/11.83%/7.90%; 实现归母净利润为 20.61/22.74/24.64 亿元 (原预测为 20.24/22.48/23.89 亿元), 同比增长 19.79%/10.34%/8.38%。我们给予公司 2024 年 15 倍 PE 估值不变, 目标价 23.60 元/股 (+2%), 合理市值 309 亿元, 维持“优于大市”评级。参考可比公司 PB 估值 (1.78 倍), 公司 2024 年 PB 为 3.01 倍, 估值具备合理性。
- **风险提示。**公司业绩不达盈利预测的风险; 公司海外市场拓展不及预期; 公司新能源产品研发进度不及预期; 制造业景气修复不及预期; 原材料价格波动风险; 汇率波动风险; 行业竞争加剧。

目 录

1. 国产叉车龙头，战略规划清晰、业绩持续稳健.....	8
1.1 国产民营叉车龙头，国际化、电动化、智能化、后市场路径明晰.....	8
1.2 股权结构稳定，子公司职能明确.....	9
1.3 公司业绩稳健，经营现金流改善.....	10
2. 行业分析：出海、电动化带来发展机遇，后市场、智能物流打开成长空间.....	12
2.1 成长驱动：应用广泛，与宏观经济关联性强，受益物流自动化及出口增长等.....	12
2.2 行业趋势：电动化是大势所趋，国产电动叉车具全球优势.....	16
2.3 市场空间：2027年叉车全球市场2000+亿元，国内市场500+亿元.....	21
2.4 竞争格局：国内市场强者恒强，龙头出海打开新空间.....	24
2.5 后市场、智能物流解决方案发展值得期待.....	26
3. 公司：国际化、电动化加速，协同创新助力长期发展.....	30
3.1 重发展：实施“两头强、中间精”模式，保障产品竞争力.....	30
3.2 新能源：重点发力锂电池、氢燃料电池叉车.....	31
3.3 国际化：从欧美到全球，“产品+服务+整体解决方案”走向世界.....	34
3.4 增协同：加码智能物流、后市场，高机加速发展.....	36
4. 盈利预测与估值.....	39
4.1 盈利预测：2024/2025年归母净利润20.61/22.74亿元.....	39
4.2 估值：合理市值区间为268-309亿元.....	40
5. 风险提示：业绩不达盈利预测的风险、竞争加剧等.....	41
财务报表分析和预测.....	43

图目录

图 1	公司深耕叉车近 50 年，全球化、电动化、智能化和后市场四大路径同步发展 ..8
图 2	公司股东及主要子公司、参股公司股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日） 10
图 3	2011 年至 2024Q1-Q3 公司营业收入及增速 10
图 4	2011 年至 2024Q1-Q3 公司归母净利润及增速 10
图 5	2011 年至 2024Q1-Q3 公司毛利率和净利率 11
图 6	2011 年至 2024Q1-Q3 公司期间费用率 11
图 7	2011 年至 2024Q1-Q3 公司预收账款及合同负债和增速 11
图 8	2011 年至 2024Q1-Q3 公司存货及增速 11
图 9	2011 年至 2024Q1-Q3 公司资产负债率 11
图 10	2011 年至 2024Q1-Q3 公司经营现金净流量及同比增长 11
图 11	叉车车身主要结构件、零部件 12
图 12	2022 年国内叉车应用领域占比 12
图 13	叉车销量增速和 PMI 变化拟合度较高 14
图 14	平衡重式叉车增速与制造业 GDP 增速趋势较为一致 14
图 15	2009-2023 年中国叉车销量及同比增速 14
图 16	2009-2023 年全球叉车销量及同比增速 14
图 17	2009-2023 年中国、美国、日本实际 GDP 增速 14
图 18	2009-2023 年中国、美国、日本叉车销量同比增速 14
图 19	2009-2023 年规模以上快递业务量及同比增长 15
图 20	2009-2023 年仓储叉车销量增速与快递业增速 15
图 21	2017-2023 年中国叉车内销及外销占比 15
图 22	2017-2023 年中国叉车内销同比增速 15
图 23	中国劳动力人口增速持续下滑，机器替人是必然趋势 16
图 24	叉车销售均价显著低于相关从业人员工资水平（万元） 16
图 25	2005-2023 年中国叉车销量分车型结构复盘 18
图 26	2009-2023 年中国电动叉车销量及同比增速 18
图 27	中国叉车电动化率仍然落后发达国家和世界平均水平 18
图 28	2009-2023 年剔除 III 类车中国和各地区叉车电动化率 19
图 29	2005-2023 年中国 I+II 类车销量及同比增长 19
图 30	中国 I 类车、II 类车近年来增速较为显著 19

图 31	2019-2023 年国内锂电池叉车 量及同比增长	20
图 32	2019-2023 年国内锂电池叉车销量占比	20
图 33	2019-2023 年不同类型锂电叉车出口量及同比增速	21
图 34	国内前 20 名叉车企业竞争格局可以分为三大层级	24
图 35	2012-2023 年安徽合力和杭叉集团中国市场占有率	24
图 36	2009-2023 年全球叉车分地区销量	24
图 37	2009-2023 年全球叉车分地区销量结构	24
图 38	国产叉车具备明显的价格优势	25
图 39	国产叉车在交货期方面更短	25
图 40	2016-2023 年中国叉车出口量占海外市场份额	25
图 41	2020-2023 年中国叉车分地区出口量市占率	25
图 42	安徽合力、杭叉集团全球销量市占率逐年提升	25
图 43	2012-2023 年国内叉车保有量及同比增长测算	27
图 44	海外叉车用户新车购买方式结构	28
图 45	2015-2023 年国内叉式移动机器人销量及同比增长	29
图 46	2014-2025 年国内智能仓储市场规模及同比增长预测	29
图 47	丰田自动织机物料搬运设备业务 FY2024 收入拆分	29
图 48	凯傲集团 FY2023 收入拆分	29
图 49	永恒力集团 FY2023 收入拆分	29
图 50	海斯特-耶鲁 FY2023 收入拆分	29
图 51	2011-2023 年公司叉车销量、产量及产销率	30
图 52	2019-2023 年公司营业成本结构	30
图 53	2019-2023 年公司前五大供应商采购占比持续下降	30
图 54	公司新能源产品谱系	31
图 55	2016-2023 年公司研发支出及同比增长	32
图 56	2016-2023 年公司研发人员及占比	32
图 57	鹏成新能源在发展过程中获得多家叉车龙头赋能	32
图 58	嘉晨智能产品体系	32
图 59	2020-2022 年杭叉集团电动叉车国内销量排名	33
图 60	公司为锂电池叉车设计专用架构，提升整机性能	33
图 61	杭叉集团氢燃料电池 AGV	33
图 62	杭叉集团固态金属储氢燃料电池叉车	33
图 63	杭叉集团内燃叉车和电动叉车毛利率	34

图 64	杭叉集团内燃叉车和电动叉车的单位售价敏感性系数.....	34
图 65	杭叉集团美款产品合集.....	35
图 66	杭叉集团海外公司布局.....	35
图 67	2011-2023 年公司国外收入及同比增长.....	36
图 68	2011-2023 年公司国内外收入结构.....	36
图 69	2016-2023 年公司国内外业务毛利率.....	36
图 70	2021 年中国叉车 AGV 民营企业竞争力排名 TOP10.....	37
图 71	公司智能 AGV 产品.....	37
图 72	杭叉智能、杭叉奥卡姆拉、汉和智能协同发展.....	37
图 73	杭叉智能已在多个产业与优质客户达成合作.....	37
图 74	2022-2023 年杭叉智能合同订单额同比增长.....	37
图 75	2022-2023 年杭叉智能营收额同比增长.....	37
图 76	公司后市场服务体系.....	38
图 77	杭叉赛维思多元化整机配件及解决方案.....	38
图 78	杭叉高空设备已拥有自行曲臂式、自行剪叉式、桅杆式等高空作业平台.....	38
图 79	2019-2024 年叉车行业国内单月销量（万台）.....	39
图 80	2019-2024 年叉车行业出口单月销量（万台）.....	39
图 81	凯傲预计全球叉车市场来几年保持 4%-6%的增速.....	39

表目录

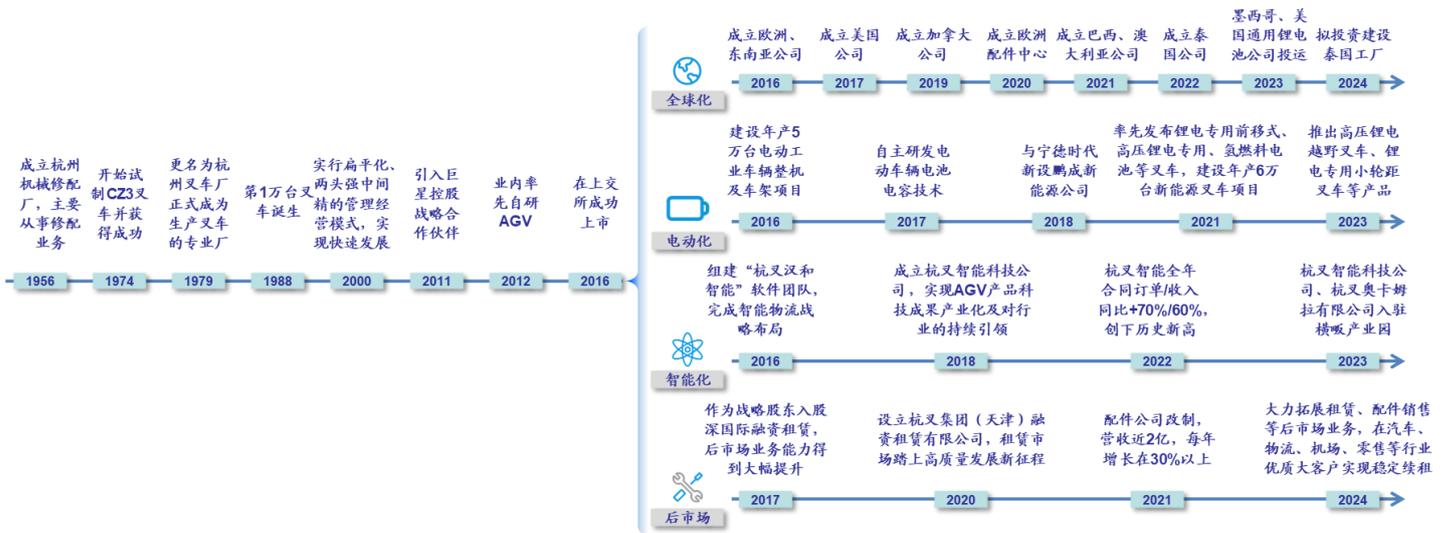
表 1	公司产品体系健全，涵盖叉车、仓储车、高空作业车辆、强夯机、清洁设备等整 机及其零部件.....	9
表 2	按照作业方式，叉车包括托盘、堆垛、平衡重式、前移式、拣选、越野、重载、 伸缩臂式等种类.....	13
表 3	按照动力源，叉车可分为电动叉车和内燃叉车.....	13
表 4	在额定载荷量相同的情况下，锂电（电动）叉车的操作更灵活、效率更高.....	16
表 5	在额定载荷量相同的情况下（以 3 吨为例），电动叉车具备综合性价比优势.....	17
表 6	非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法（国三、国四）.....	17
表 7	锂电池叉车性能优于铅酸电池叉车.....	20
表 8	全球各国锂电叉车的 50%关键转折年.....	21
表 9	2021-2027E 全球及国内叉车市场规模测算.....	23
表 10	2022-2023 年全球前十大叉车制造商排名情况.....	26
表 11	租赁模式成为解决客户采购和使用痛点的理想模式.....	27
表 12	公司主要原材料及零部件采购价格敏感性系数.....	31
表 13	公司上市以来在海外持续布局销售公司和服务中心，强化本地部署能力.....	34
表 14	公司业务预测.....	40
表 15	可比公司估值（2024/12/13）.....	41
表 16	可比公司归母净利润同比增长率及 ROE.....	41
表 17	公司收入增速预测敏感性分析.....	41
表 18	公司归母净利润增速预测敏感性分析.....	42

1. 国产叉车龙头，战略规划清晰、业绩持续稳健

1.1 国产民营叉车龙头，国际化、电动化、智能化、后市场路径明晰

杭叉集团深耕叉车行业近 70 余载，国际化、电动化、智能化、后市场发展路径清晰。公司成立于 1956 年，自 1974 年开始试制叉车并获得成功，目前已有近 50 年的叉车研发制造经验，是中国最大的专业叉车研发制造基地之一。自 2016 年上市以来，公司不断加大新能源叉车、智能物流整体解决方案、系统集成等新产品的研发和推广，持续加强后市场建设以及国际化战略布局，逐步在国际高端市场形成较明显的竞争优势。

图1 公司深耕叉车近 50 年，全球化、电动化、智能化和后市场四大路径同步发展



资料来源：杭叉集团官网、微信公众号、招股说明书、2016-2023 年年报、2024 年半年报、《第七届董事会第十五次会议决议公告》，HTI

公司产品种类齐全，围绕新能源转型升级、强链补链。公司产品包括 1-48 吨平衡重式叉车、集装箱正面吊、空箱堆高机、牵引车、仓储车、高空作业车辆、强夯机、AGV 车辆等全系列工业车辆产品，已打造成为具有全球重要影响力的现代工业车辆产业体系。公司明确提出“坚持创新驱动战略、加快推进国际化战略、深化新能源战略”三大战略，2022 年 4 月首次全球发布 1.5-48 吨 XH 系列重工况高压锂电专用叉车，实现了从替代内燃叉车到超越内燃叉车的历史跨越。为助力国家“双碳”重大战略，公司未来力争将全系列产品切换为锂电、氢燃料电池等新能源产品，实现产品战略转型升级和高质量发展目标。

表 1 公司产品体系健全，涵盖叉车、仓储车、高空作业车辆、强夯机、清洁设备等整机及其零部件

产品类型	图例
电动平衡重叉车 (I 类车)	
前移式叉车拣选车 (II 类车)	
仓储车 (III 类车)	
内燃平衡重叉车 (IV+V 类车)	
美国款式产品	
其他车辆	
关键零部件	
输送线	
清洁设备	
高空设备	
强夯机	

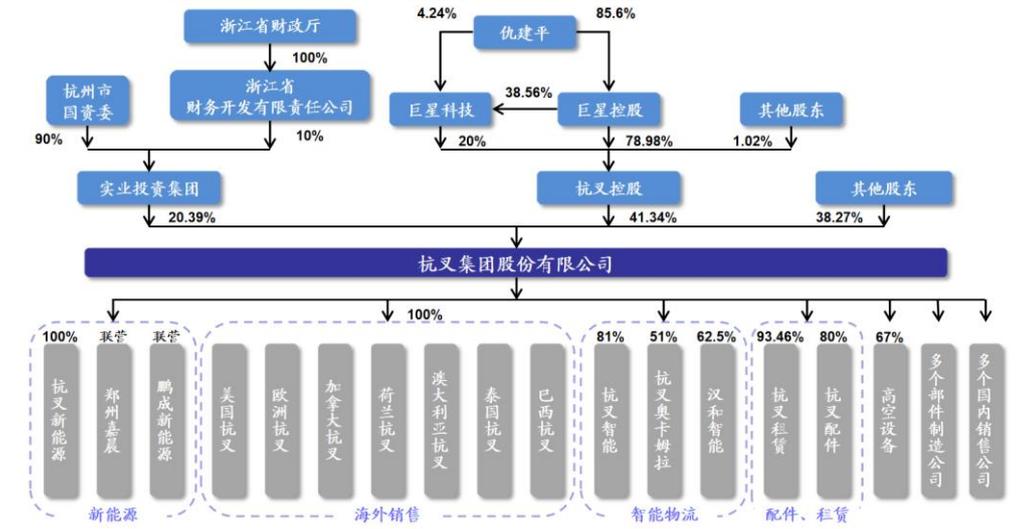
资料来源：杭叉集团 2023 年年报，HTI

1.2 股权结构稳定，子公司职能明确

公司为民企控股、国资参股、高管持股的大型民企，股权结构稳定。公司历经有限公司、股份公司改制以及国有股权划转和多次股权变更，于 2011 年引入巨星控股，仇建平成为公司的实际控制人。根据 Wind，截至 2024 年 9 月末，杭叉控股为公司的控股股东，持股比例为 41.34%；由杭州市国资委和浙江省财务开发有限责任公司持股的杭州实业投资为公司第二大股东，持股比例为 20.39%；仇建平间接持股比例约为 31%。此外，董事长赵礼敏等公司管理层也有一定持股。

子公司、参股公司职能明确，战略布局清晰。从业务板块来看，智能板块主要包括杭叉智能、汉和智能、杭叉奥卡姆拉等；新能源板块主要包括杭叉新能源、郑州嘉晨、鹏成新能源等；海外销售主要包括美国杭叉、欧洲杭叉、澳大利亚杭叉等；租赁、配件主要包括杭叉租赁、杭叉配件等；此外，还有负责国内销售、叉车配件生产、高机制造等业务的子公司以及参股公司。

图2 公司股东及主要子公司、参股公司股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日）

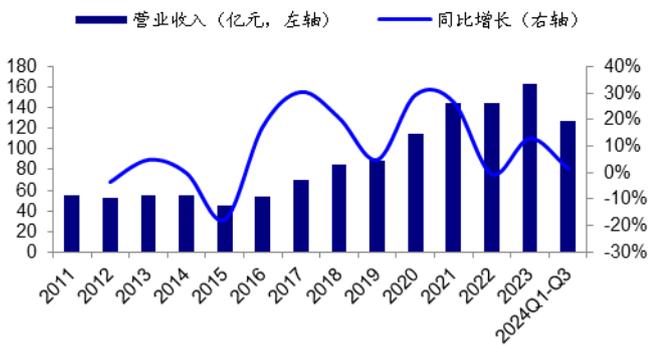


资料来源：杭叉智能&杭叉集团微信公众号，杭叉集团可转债募集说明书，杭叉集团 2018 年年报，杭叉集团 2023&2024 年半年报，杭叉集团官网，Wind，HTI（注：子公司为部分展示）

1.3 公司业绩稳健，经营现金流改善

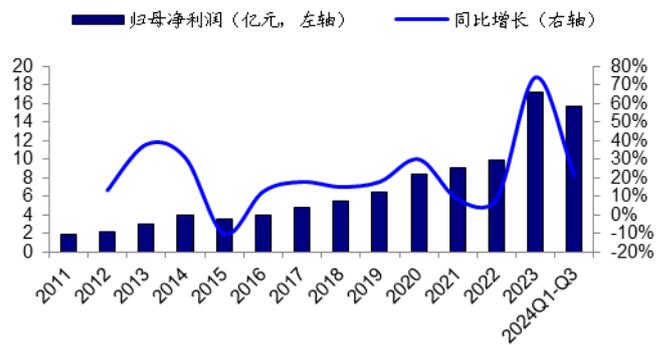
公司收入与归母净利润维持稳健增长。根据 Wind，公司 2023 年/2024Q1-Q3 实现收入 162.72/127.33 亿元，同比+12.90%/+1.55%，2011-2023 年 CAGR 达到 9.45%；2023 年/2024Q1-Q3 实现归母净利润 17.20/15.73 亿元，同比+74.23%/+21.20%，2011-2023 年 CAGR 达到 19.93%。从增速来看，公司收入与归母净利润存在一定周期性，但从绝对值来看，公司规模稳健扩大，2023 年达到历史新高，彰显了公司穿越周期的能力。

图3 2011 年至 2024Q1-Q3 公司营业收入及增速



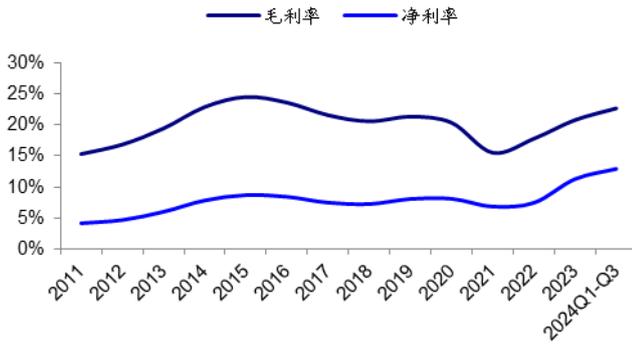
资料来源：Wind，HTI

图4 2011 年至 2024Q1-Q3 公司归母净利润及增速

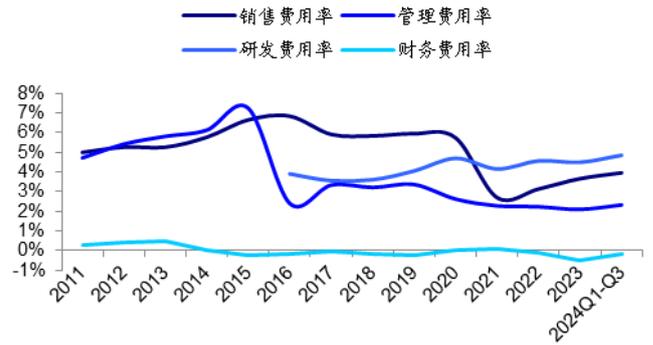


资料来源：Wind，HTI

盈利能力向好，控费能力良好。根据 Wind，1) 盈利端，公司上市以来盈利能力稳健提升，近两年已从 2021 年的低谷逐渐修复，2023 年毛利率/净利率达到 20.78%/11.27%，同比+3.01pct/+3.83pct，2024Q1-Q3 毛利率/净利率达到 22.67%/12.91%，同比+2.45pct/+1.91pct。2) 费用端，2023 年公司期间费用率为 9.73%，同比-0.11pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别达到 3.66%/2.10%/-0.52%/4.49%，同比+0.53pct /-0.13pct /-0.44pct /-0.07pct；2024Q1-Q3 期间费用率为 10.97%，同比+1.83pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别达到 3.96%/2.32%/-0.16%/4.85%，同比+0.86pct /+0.27pct /+0.14pct /+0.56pct。

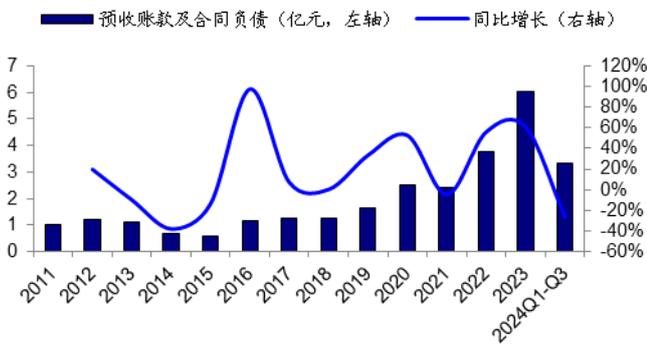
图5 2011年至2024Q1-Q3公司毛利率和净利率


资料来源: Wind, HTI

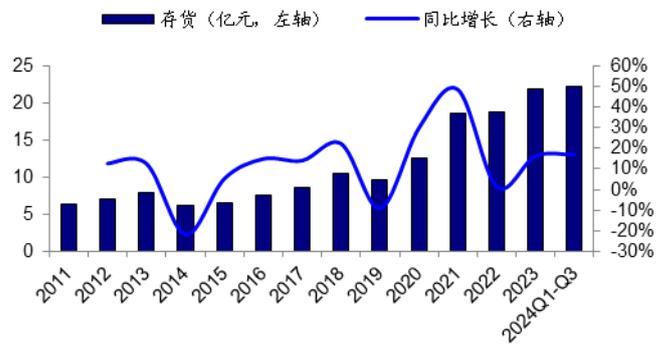
图6 2011年至2024Q1-Q3公司期间费用率


资料来源: Wind, HTI

截至2024年9月末,公司合同负债同比下滑、存货稳健增长。根据Wind,截至2023年末,公司合同负债、存货分别达到6.03亿元、21.85亿元,同比+60.79%、+16.28%,截至2024年9月末,合同负债、存货分别达到3.31亿元、22.26亿元,同比-26.19%、+16.96%。

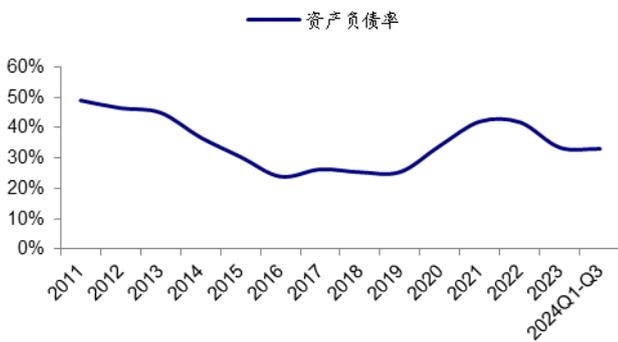
图7 2011年至2024Q1-Q3公司预收账款及合同负债和增速


资料来源: Wind, HTI

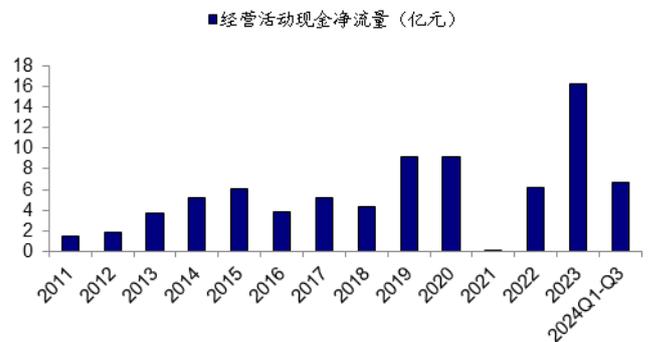
图8 2011年至2024Q1-Q3公司存货及增速


资料来源: Wind, HTI

资产负债率逐步下降,经营现金流改善效果显著。根据Wind,负债率方面,近年来公司资产负债率高企,2023年有所下降,2023年/2024Q1-Q3分别为33.42%/33.03%,同比-8.34pct/-1.79pct。现金流方面,受原材料涨价、备货增加以及现金支付比例上升的影响,2021年经营活动现金净流量仅有0.16亿元,同比下滑98.26%。2023年公司加大开支管控力度,现金流改善效果显著,2023年/2024Q1-Q3经营活动现金净流量16.22/6.74亿元,同比+159.30%/-27.93%。

图9 2011年至2024Q1-Q3公司资产负债率


资料来源: Wind, HTI

图10 2011年至2024Q1-Q3公司经营现金净流量及同比增长


资料来源: Wind, HTI

2. 行业分析：出海、电动化带来发展机遇，后市场、智能物流打开成长空间

2.1 成长驱动：应用广泛，与宏观经济关联性强，受益物流自动化及出口增长等

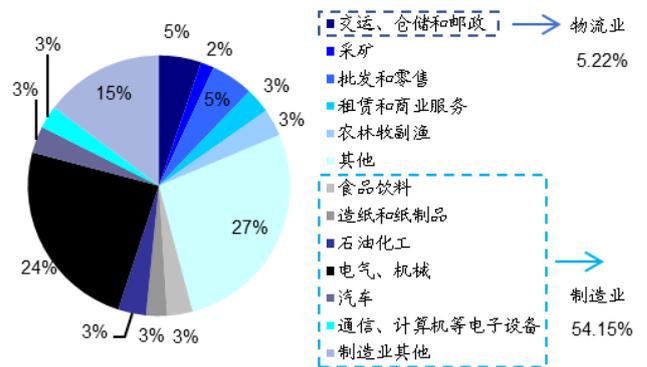
叉车是物料搬运作业的高效设备，下游应用领域广泛。叉车是对成件托盘类货物进行装卸、堆垛和短距离运输，实现重物搬运作业的轮式工业车辆，具有通用性强、机动灵活、活动范围大等特点，可用于仓储物流、制造业、交通等领域提升、堆垛、短途搬运和装卸，是物料搬运作业的重要设备。根据中国工业车辆分会及国家统计局，2022年制造业和物流业在叉车需求占比中接近60%，其中制造业占比54.15%，物流业占比5.22%。

图11 叉车车身主要结构件、零部件



资料来源：杭叉集团招股说明书，HTI

图12 2022年国内叉车应用领域占比



资料来源：中国工业车辆分会，国家统计局，HTI

叉车类型众多，可按作业方式和动力源区分。按作业方式来看，叉车可分为托盘叉车、堆垛叉车、平衡重式叉车、前移式叉车、拣选叉车、越野叉车、重载叉车、伸缩臂式叉车；按动力源来看，叉车可分为内燃叉车、电动叉车。

表 2 按照作业方式，叉车包括托盘、堆垛、平衡重式、前移式、拣选、越野、重载、伸缩臂式等种类

类型	图例	特点	应用场景	无人化情况
托盘叉车		一般负载在 2T 左右，外形小巧，操作灵活，分为电动和手动两种类型，部分电动型号设有踏板，可以高速转运货物尽管托盘叉车无法举升货物，但是购置和租赁成本却要低得多	没有设置起升门架，主要用于产线、仓库内外货物的平面转运，特别适合于狭窄区域的灵活作业	几乎市面上的电动托盘式叉车都已经可以无人化
堆垛叉车		一般举升高度 5 米以下，载重 3T 以内，可以举升和平面搬运，无驾驶室，主要是为了灵活的搬运和堆高作业	产线、仓库等场地内的轻量货物快速转运、托盘码垛及矮货架入库	激光无人化堆垛车较多，视觉堆垛车较少
平衡重式叉车		一般举升高度 2-4 米，载重 1-5T；货叉在前轮中心线以外，可以克服货物产生的倾覆力矩，尾部装有平衡重；装有充气轮胎的平衡重叉车，运行速度比较快，而且有更好的爬坡能力	当前应用最广，包括港口、车站、企业内部等场景的装卸、堆垛和搬运成件物品，3 吨以下的叉车还可在船舱、火车车厢和集装箱内作业	燃油型平衡重叉车应用广泛，但无人化程度低，电动式无人化产品成熟
前移式叉车		载重范围 1-2.5 吨，门架或货叉可以前后移动	室内高架存取	前移式无人叉车技术难度较高，市面上型号不多
拣选叉车		仓储叉车的一类，又称电动拣选叉车，内滑架安置脚踏板，操作者随装卸装置一同进行上下运动，拣选储存在两侧货架的物品	狭小通道、高层货架库房	矮库位的无人化拣选已经通过拣选机器人实现，然而高位拣选工作叉车依然开发中
越野叉车		负载一般为 3-5T，使用充气轮胎，具有强大的发动机，速度更快，且更灵活和耐用性	适用于建筑、表面不平整的地方作业，如砾石，沙子，泥泞甚至是冰雪覆盖的地面	由于室外作业环境复杂，需要依靠视觉图像智能科技，目前尚在研发中
重载叉车		具有较高的负载能力，起重量为 13T-25T，常见的重载叉车包括重载叉车以及集装箱正面吊叉车、集装箱堆高机	应用的范围比较窄，集中在重工业及集装箱码头等场景	大容量叉车环境复杂，需要依靠视觉图像智能科技，目前尚在研发中
伸缩臂叉车		具有吊臂和可伸缩臂	适合伸入狭窄的空间，广泛应用于工厂，车站，码头，货场，邮电，森林，建材，仓库等场所	伸缩臂叉车环境复杂，需要依靠视觉图像智能科技，目前尚在研发中

资料来源：佛山市质安职业资格培训中心微信公众号，HTI

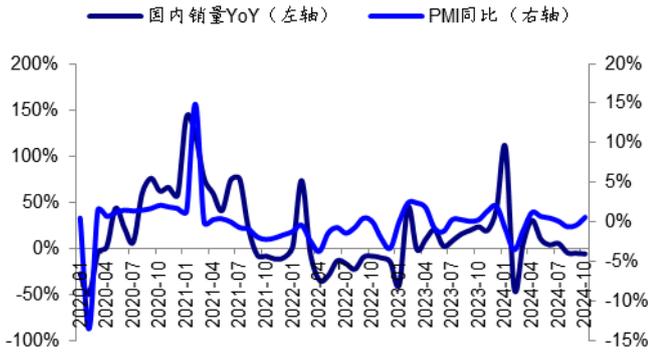
表 3 按照动力源，叉车可分为电动叉车和内燃叉车

类型	动力源	名称	WITS 分类	图例	承载能力	特点	应用场景
电动叉车	铅酸电池或锂电池	电动平衡重乘驾式叉车	I 类车		0.6-18 吨	噪音低，符合人体工程学，维护成本低	仓储、冷库、食品饮料、医疗制造业等室内场景，尤其是空气质量标准严格的场所
		电动乘驾式仓储叉车	II 类车		1.2-2.5 吨	具备高机动性，可以在狭小的空间中操作	普通仓储、大批量/高密度特种仓储、制造业、零售
		电动步行式仓储叉车	III 类车		0.6-4 吨	适合长距离、运输托盘货物和堆垛轻货物	零售、一般仓储、食品饮料
内燃叉车	柴油、汽油或液化石油气	内燃平衡重乘驾式叉车 (实心轮胎)	IV 类车		1-46 吨	坐式叉车，主要设计用于光滑、平坦的室内表面	工厂、配送和物流、零售商、大型仓库
		内燃平衡重乘驾式叉车 (充气轮胎)	V 类车		1-46 吨	坐式叉车，耐用性强，可以在各个室内和室外环境中工作	建筑工地、船厂和码头、林场农场、需要重负载的地方

资料来源：安徽合力可转债说明书及 2023 年年报，杭叉集团 2023 年年报，Conger 官网，HTI

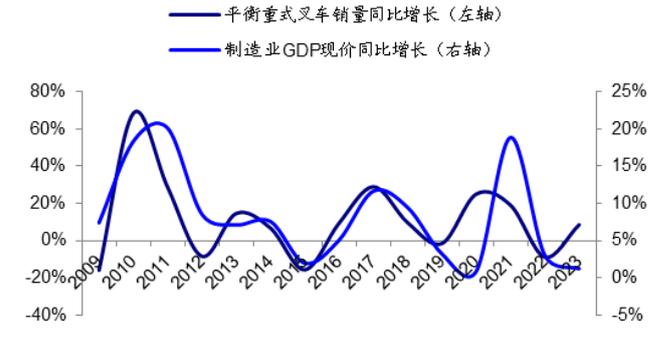
叉车下游应用分散，销量与宏观经济经济关联紧密。叉车下游分散，单一行业的需求弹性相对较小，与宏观经济整体运营周期关联更加紧密。根据 Wind，从销量数据来看，我们认为叉车销量增速和 PMI 同比变化拟合度较高。以应用最广泛的平衡重式叉车为例，我们看到其销量增速与制造业 GDP 增速趋势较为一致。

图13 叉车销量增速和 PMI 变化拟合度较高



资料来源: Wind, HTI

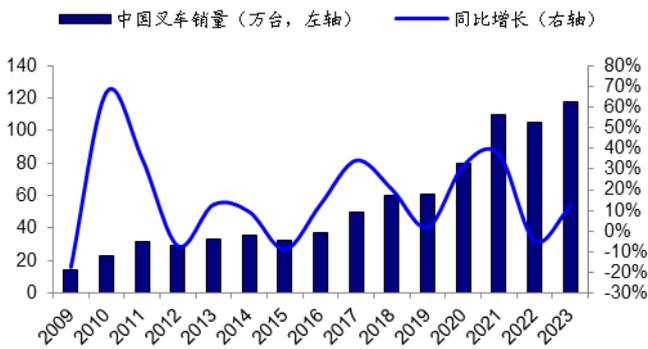
图14 平衡重式叉车增速与制造业 GDP 增速趋势较为一致



资料来源: Wind, HTI

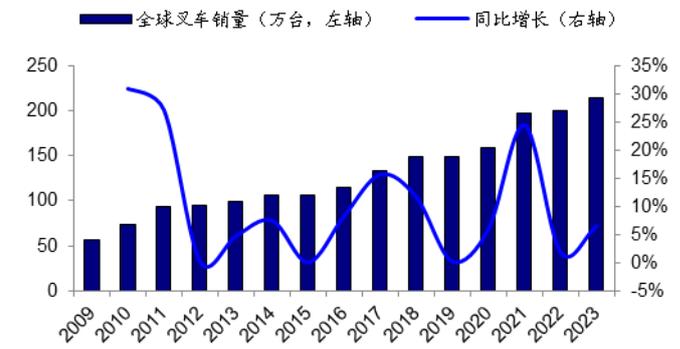
从销量口径来看,中国叉车市场(含出口)在全球占比过半,同时呈现出更高的增速。根据 WITS 和 Wind, 2023 年中国叉车销量(含出口)达到 117.38 万辆,同比+12.00%, 2023 年全球叉车市场销量 213.74 万台,中国叉车销量(含出口)占比达到 54.92%左右,是全球最主要的市场。回顾过往全球与中国(含出口)销量增速,我们发现中国销量增速更快,2009-2023 年,全球叉车 CAGR 达到 9.96%,中国叉车 CAGR 达到 16.47%。

图15 2009-2023 年中国叉车销量及同比增速



资料来源: Wind, HTI

图16 2009-2023 年全球叉车销量及同比增速

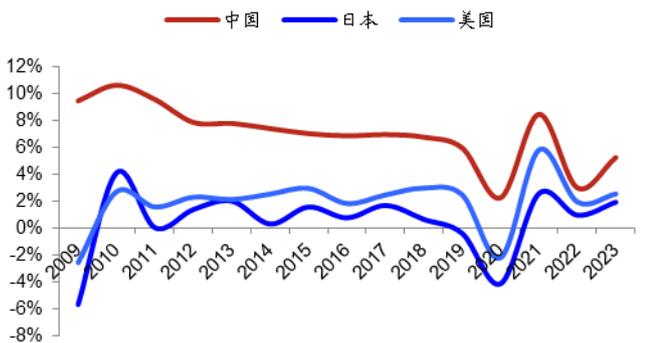


资料来源: WITS, HTI

我们认为,中国叉车市场发展更快主要受益于过往多年国内经济快速增长、电商兴起催化的仓储物流业发展、出口保持高速增长、以及人口红利消失带来的长期机器人需求所致。具体来看,

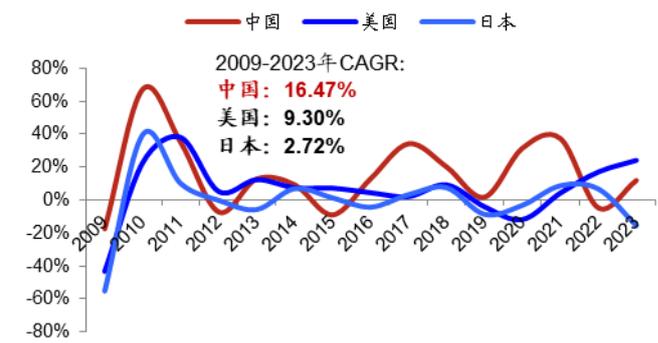
①宏观经济:2008 年后,在政府 4 万亿投资加持下国内经济率先回暖,中国叉车行业基本摆脱金融危机影响,迅速实现恢复性增长。对比来看,美国、日本的实际 GDP 增速显著低于中国。2009-2023 年,中国、美国、日本叉车市场销量复合增速分别为 16.47%、9.30%、2.72%,中国叉车市场呈现出较高的成长性。

图17 2009-2023 年中国、美国、日本实际 GDP 增速



资料来源: Wind, HTI

图18 2009-2023 年中国、美国、日本叉车销量同比增速



资料来源: Wind, ITA, HTI

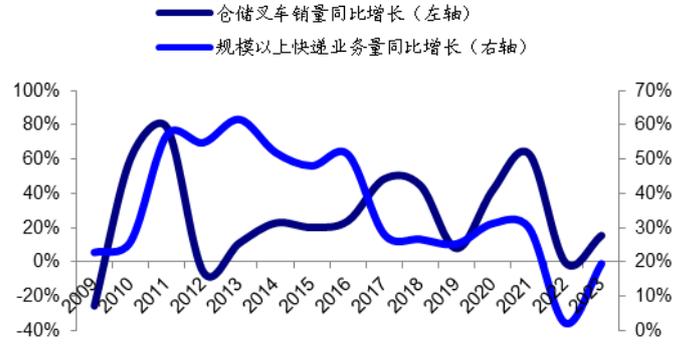
②**电商、仓储物流**：国家及工程机械行业“十二五”规划明确提出大力发展物流业、装备制造业、战略性新兴产业等行业，电商的发展以及物流业降本增效的诉求促进了叉车，尤其是主要用于仓库搬运、装卸作业的仓储叉车的发展。2020年以来，疫情凸显的各行各业在物流配送、物流效率、特别是智能物流减少用工的优势等给叉车行业带来了新的发展契机，根据 Wind，从仓储叉车销量增速和规模以上快递物流业务量增速来看，我们看到叉车和物流业景气度的关联度进一步提升。

图19 2009-2023 年规模以上快递业务量及同比增长



资料来源：Wind, HTI

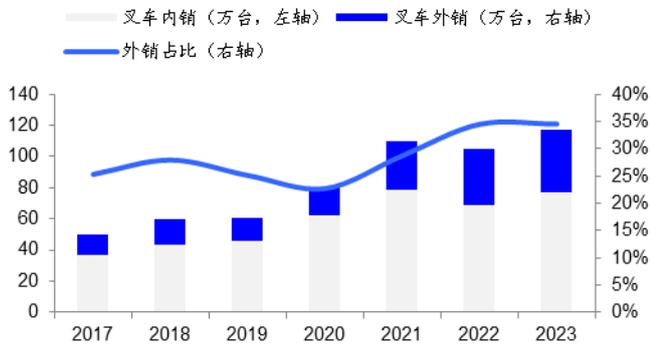
图20 2009-2023 年仓储叉车销量增速与快递业增速



资料来源：Wind, HTI

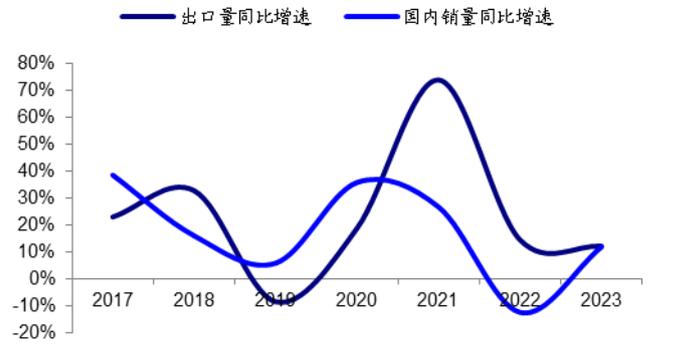
③**出口**：伴随国内企业全球竞争力持续提升，出口成为中国叉车市场的重要需求，尤其是2021年后国内外市场发展有所分化，出口持续保持较好水平，为中国叉车市场贡献较大增量。根据 Wind，2023 年中国叉车出口量 40.54 万台，国内销量 76.84 万台，2017-2023 年内外销 CAGR 分别达到 16.25%、21.75%，同时外销占比先从2017年的 27.62% 下降至 2020 年的 22.70%，后又提升至 2023 年的 34.54%，出口需求稳中有升。

图21 2017-2023 年中国叉车内外销及外销占比



资料来源：Wind, 杭叉集团 2017、安徽合力 2018 年报, HTI

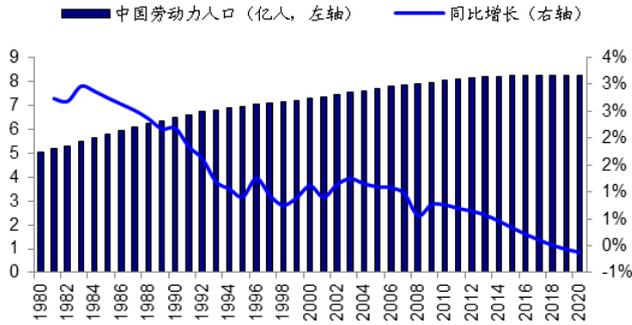
图22 2017-2023 年中国叉车内外销同比增速



资料来源：Wind, HTI

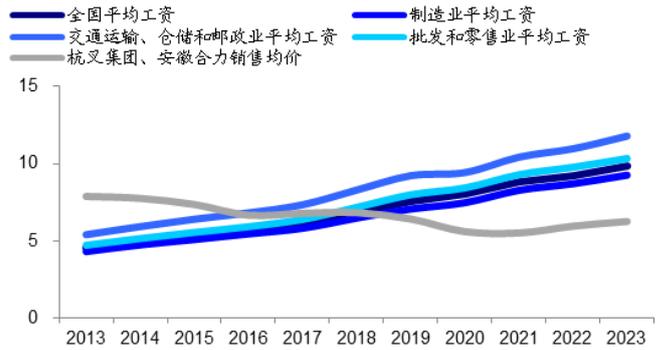
④**机器替人**：伴随“人口老龄化”致使的劳动力短缺，制造、交运仓储、批零等与叉车相关行业的劳动力成本提升明显，而以安徽合力、杭叉集团为代表的叉车企业产品销售均价在不断下降，下游企业出于降本增效的考虑有比较强烈的机器替人诉求。从长期来看，随着国内产业升级、工人素质的提升和相应的人工成本的上行，对人工的替代已经成为未来中长周期驱动叉车行业高增长的重要驱动力。

图23 中国劳动力人口增速持续下滑，机器替人是必然趋势



资料来源: Wind, HTI

图24 叉车销售均价显著低于相关从业人员工资水平 (万元)



资料来源: 杭叉集团 2016-2023 年报、招股说明书及其申报稿, Wind, HTI

2.2 行业趋势：电动化是大势所趋，国产电动叉车具全球优势

电动叉车性能更优，适合作业环境较高的领域。电动叉车具有无污染、噪音低、使用成本低等优点，相比燃油叉车更适合食品、饮料、医药、电子、轻纺等对环境要求较高的场所。并且伴随电池、电机和电控等技术不断发展，电动叉车整机性能不断提升。根据吉鑫祥叉车官网，在额定载荷量相同的情况下（以3吨为例），锂电（电动）叉车的操作灵活度更好（体现为更低的最小转弯半径、最小直角堆垛通道宽度），作业效率更高（体现为更优的最大行驶速度、最大起升速度）。

表 4 在额定载荷量相同的情况下，锂电（电动）叉车的操作更灵活、效率更高

性能指标	3吨内燃叉车	3吨锂电叉车
额定载荷量	3000kg	3000kg
最小转弯半径	2520mm	2460mm
最小离地间隙(门架处)	140mm	140mm
最小直角堆垛通道宽度	4270mm	4210mm
最大行驶速度(满载/空载)	17/18km/h	19/19km/h
最大起升速度(满载/空载)	440/460mm/s	480/480mm/s
最大下降速度(满载/空载)	≤600/≥300mm/s	≤600/≥300mm/s
最大爬坡度(满载)	20%	20%

资料来源: 吉鑫祥叉车官网, HTI

同等吨位下，电动叉车亦具备综合成本优势。以3吨重量的电动叉车和内燃叉车进行对比，在新机购置方面，客户采购电动叉车需要支付整机和电池费用，在考虑电池残值的基础上，一台电动叉车的购置费比内燃叉车贵7.5万元；在能耗方面，假设3吨蓄电池叉车（配置国产电池，80V/500Ah）的一组电池工作时间8小时，3吨柴油叉车（配置国三柴油机，额定功率36.8Kw）的耗油量为2.7L/h，按照每天工作8小时，全年工作时间280天计算，电动叉车6年能耗成本相比内燃叉车可节省15.3万元；在维保方面，电动叉车需要维保和更换电池，6年成本约为1500元，内燃叉车需要发动机保养、基本维修、大修和更换，6年成本约为3.8万元。整体来看，电动叉车6年的购置+使用成本可节省11.8万元，具备比较明显的综合成本优势。

表 5 在额定载荷量相同的情况下（以 3 吨为例），电动叉车具备综合性价比优势

项目	内燃叉车	蓄电池叉车
重量	3 吨	3 吨
发动机/电池功率	36.8 千瓦	0V/500Ah
每日工作时长	8 小时	8 小时
每年实际工作日	280 天	280 天
每天能耗量	21.6 升	50 度
每年能耗量	6048 升	14000 度
燃料价格	7 元/升	1.2 元/度
年度能耗成本	4.2 万元/年	1.7 万元/年
6 年能耗成本	25.4 万元	10.1 万元
6 年能耗成本差异		15.3 万元
动力维保成本	3.8 万元 (发动机保养、基本维修、大修和更换)	1500 元 (电池维保、更换)
整车购置成本	5.7 万元	9 万元+新电池 4 万元+旧电池残值 2000
6 年总成本对比	34.9 万元	23.1 万元
6 年综合成本差异		11.8 万元

资料来源：杭叉集团微信公众号，HTI

国四排放标准推动锂电叉车需求，大规模装备更新行动方案将进一步加速电动化趋势。近年来，在“碳中和”、“碳达峰”背景下，我国环保政策日益趋严，叉车产业结构正逐步调整，行业大力发展新能源叉车以适应日趋严格的环保要求。根据生态环境部官网，2022 年 12 月 1 日，我国开始实施非道路移动机械国四排放标准，要求尽快完成国三库存清理和国四产线切换，并对排放控制技术、环境监管效果、产品国际竞争力、空气质量贡献提出了更高要求。2024 年 3 月 13 日，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》，要求推进机械等重点行业设备更新改造，严格落实能耗、排放、安全等强制性标准和设备淘汰目录要求，依法依规淘汰不达标设备。我们认为，国四标准的实施将促进电动叉车占比持续提升，存在噪音、排放污染的内燃叉车将面临更多改进压力，大规模设备更新行动方案的推出有望进一步提高电动叉车替代内燃叉车的趋势。

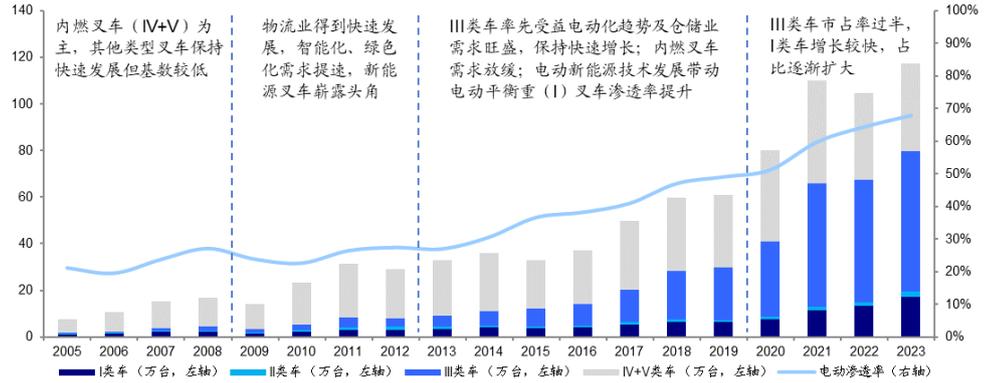
表 6 非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法（国三、国四）

阶段	额定净功率 (P_{max}) (kW)	CO (g/kWh)	HC (g/kWh)	No _x (g/kWh)	HC+No _x (g/kWh)	PM (g/kWh)
第三阶段	$P_{max} > 560$	3.5	-	-	6.4	0.20
	$130 \leq P_{max} \leq 560$	3.5	-	-	4.0	0.20
	$75 \leq P_{max} < 130$	5.0	-	-	4.0	0.30
	$37 \leq P_{max} < 75$	5.0	-	-	4.7	0.40
	$P_{max} < 37$	5.5	-	-	7.5	0.60
第四阶段	$P_{max} > 560$	3.5	0.40	3.5, 0.67	-	0.10
	$130 \leq P_{max} \leq 560$	3.5	.19	2.0	-	0.025
	$75 \leq P_{max} < 130$	5.0	0.19	3.3	-	0.025
	$56 \leq P_{max} < 75$	5.0	0.19	3.3	-	0.025
	$37 \leq P_{max} < 56$	5.0	-	-	4.7	0.025
	$P_{max} < 37$	5.5	-	-	7.5	0.60

资料来源：中国政府网，HTI

复盘中国叉车行业销量结构，电动化率持续提升，I 类车加速替代 IV+V 类车。分阶段来看，**①2005-2008 年：**以内燃叉车为主，IV+V 类车销量 12.24 万台，市占率达到 72.82%，I、II、III 类车保持快速发展但基数较低，2008 销量分别为 2.07、0.42、2.08 万台。**②2009-2012 年：**物流业得到快速发展，智能化、绿色化需求提速，新能源叉车崭露头角，其中 III 类叉车逐渐放量，2012 年市占率达到 12.71%，内燃叉车渗透率保持平稳，2012 年市占率为 72.53%。**③2013-2019 年：**伴随人口红利消失、物流效率亟待提振、环保要求提高，电动叉车成为行业发展重点，IV+V 类车在销量和单台价值量方面仍占据主导地位，但增速相对减缓，市占率持续下降，2019 年渗透率下降到 50% 左右；III 类车率先受益电商物流保持快速发展，2019 年市占率达到 37.13%；电动新能源技术发展带动 I 类叉车渗透率提升，2019 年市占率达到 10.43%。**④2020 年至今：**III 类车成为第一大车型，2023 年市占率达到 51.28%；内燃叉车需求放缓，I 类车加速替代 IV+V 类车，2023 年 I 类车市占率达到 14.55%，IV+V 类车市占率仅为 32.12%；此外，II 类车市占率亦有提升，从 2019 年的 1.53% 提升至 2023 年的 2.04%。

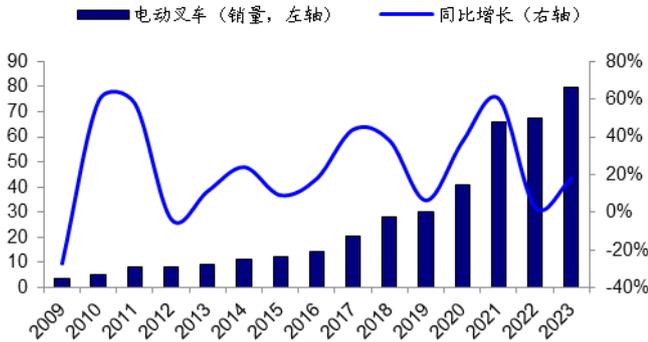
图25 2005-2023 年中国叉车销量分车型结构复盘



资料来源：安徽合力历年年报，杭叉集团历年年报，Wind，HTI

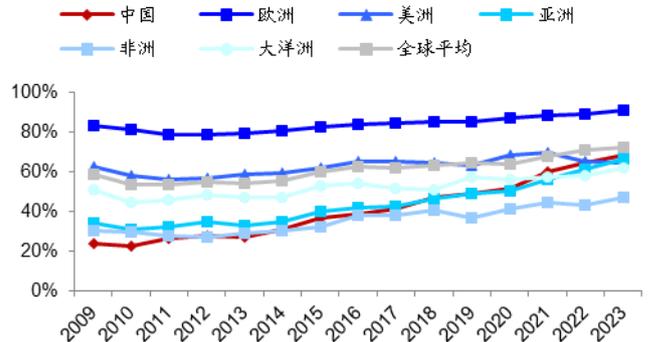
中国电动叉车渗透率接近 70%，相较发达地区仍有一定差距。根据杭叉集团可转债说明书，中力股份招股书（注册稿），WITS，Wind，2019 年以来我国电动叉车销量占比明显提升，2019 年 9 月起电动叉车单月销量逐步超过内燃叉车，2020 年电动叉车销售量首次超过内燃叉车，2023 年电动叉车销量达到 79.66 万台，2009-2023 年 CAGR 为 25.48%，2023 年电动叉车销量占比达到 67.87%，相比 2009 年提升 43.96%。从全球电动叉车市场份额来看，工业发达国家和地区的电动叉车市占率普遍显著高于内燃叉车，2023 年欧洲电动化率达到 90.70%，全球平均电动化率达到 72.23%，中国电动化率仍不及全球平均水平。

图26 2009-2023 年中国电动叉车销量及同比增速



资料来源：Wind，HTI

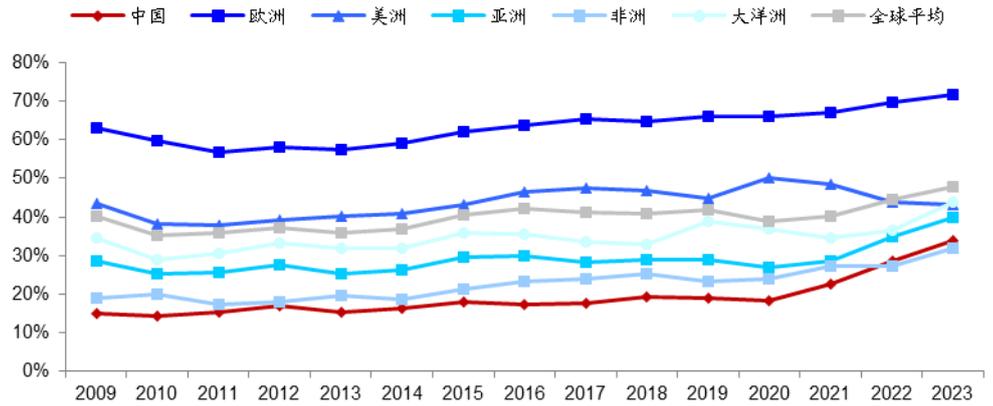
图27 中国叉车电动化率仍然落后发达国家和世界平均水平



资料来源：WITS，Wind，HTI

聚焦高价值量的乘驾式叉车，中国电动化率提升空间更大。考虑到 III 类车属于步行型叉车，单台价值量小，而 I、II、IV、V 类均为乘驾式叉车，因此我们将 III 类车排除单独统计乘驾式叉车的电动化率。从 2009-2023 年历史数据来看，欧洲地区常年维持在 60% 以上，是全球电动化率最高的地区；美洲与全球平均水平常年维持在 40%-50% 之间，结构较为稳定；中国的电动化率较低，但持续保持增长态势。2023 年，中国/欧洲/美洲/亚洲 / 非洲 / 大洋洲 / 全球平均电动化率分别为 34.06%/71.58%/43.26%/39.87%/32.07%/43.72%/47.76%，中国略超非洲地区，相较全球平均水平以及欧美发达市场提升空间更大。

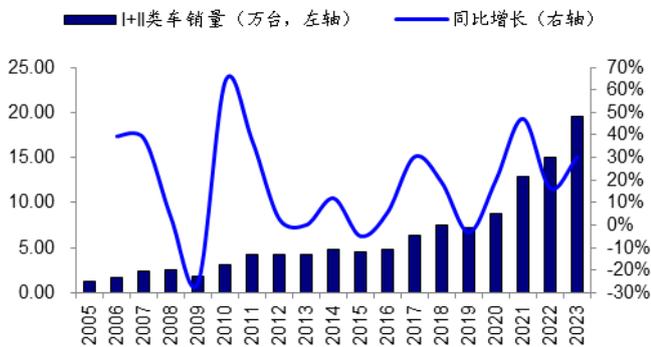
图28 2009-2023 年剔除 III 类车中国和各地区叉车电动化率



资料来源: WITS, Wind, HTI

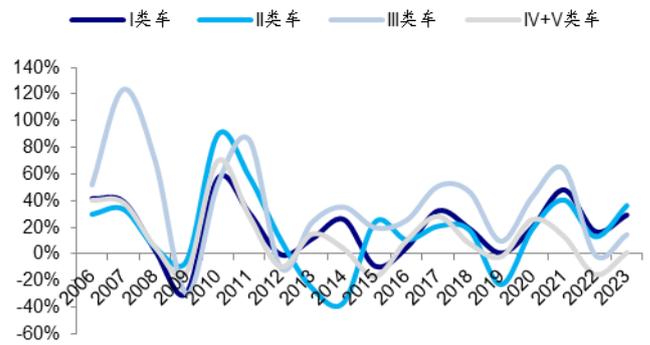
I、II 类车增长加快，有望改善行业盈利水平。内燃叉车行业经过多年发展，技术已较为成熟，市场竞争激烈，而电动叉车行业在我国尚处于上升期，市场需求较大，技术更新迭代，产品规格较多，销售价格和生产成本均具有一定空间，因此总体上电动叉车毛利率高于内燃叉车。尤其是单价更高的 I、II 类车，对叉车制造商的利润增量贡献将更加明显。以中力股份为例，2023 年中力股份 I 类车、II 类车平均单价为 9.86 万元和 9.08 万元，显著高于 III 类车和 V 类车的 0.89 万元、5.91 万元。根据 Wind，2023 年中国 I、II 类车销量分别达到 17.08 万台、2.40 万台，同比增长 29.30%、36.36%，增速快于其他车型。未来，随着电动叉车市场需求的提升，将有效推动行业盈利水平的提升。

图29 2005-2023 年中国 I+II 类车销量及同比增长



资料来源: Wind, HTI

图30 中国 I 类车、II 类车近年来增速较为显著



资料来源: Wind, HTI

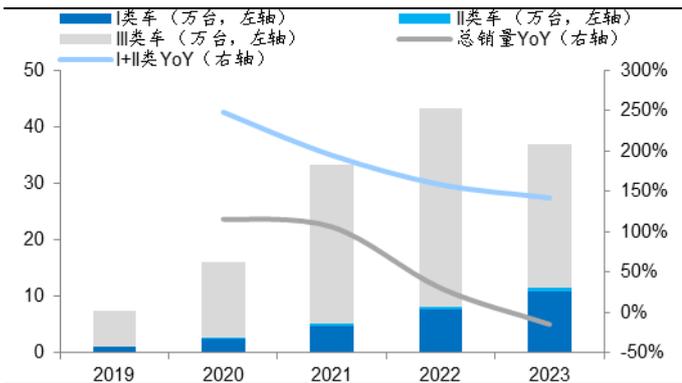
锂电池叉车相比铅蓄电池叉车性能更优，成本更低，是新一代电动化趋势。传统的电动叉车通常采用铅酸电池，铅酸电池充放电次数少，使用寿命短，维护要求高，对环境影响较大，且充电时间较长。相较于铅酸电池，锂电池具备质量更轻、体积更小、能量密度高的特征，因此锂电池叉车车型更加紧凑，整车稳定性更高；此外，锂电池较铅酸电池充电速度更快，使用寿命更长，维护成本较低，绿色环保。

表 7 锂电池叉车性能优于铅酸电池叉车

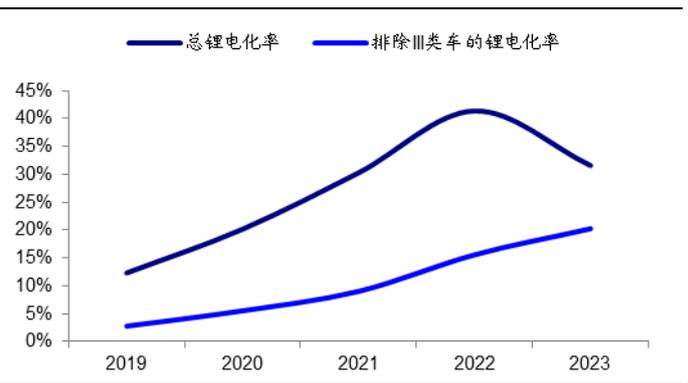
车辆性能	电池指标	铅酸电池	磷酸铁锂电池
节能	充放电效率	80%	≥97%
	自放电率	10%/月	3%/月
环保-安全		含铅	不含
		好	好
高效	充电时间	8-10h	2h
	能量密度	40Wh/kg, 车辆重心高, 稳定性差	100Wh/kg, 车辆重心低, 稳定性好
	功率密度	300W/kg, 加速性能差	1600W/kg, 车辆加速性能好
智能	BMS	无	有
可靠	适用环境温度	-40~50°C	-25~50°C
成本	初次购入成本	低	高
	充电次数	800~1000 次	≥3000 次
	充电费用	高	低
	维护成本	高	0

资料来源：杭叉集团微信公众号，HTI

锂电叉车在中国保持较快发展，I+II 类渗透率提升显著。中国锂电池叉车销量从 2019 年的 7.47 万台提升至 2023 年的 37.04 万台，2017-2023 年 CAGR 达到 49.21%，2023 年锂电渗透率达到 31.56%，锂电池叉车应用得到快速普及。分结构来看，2023 年 I、II、III 类锂电叉车销量分别达到 10.88 万台、0.69 万台、25.47 万台，同比+40.46%、77.99%、-27.66%，III 类锂电叉车销量下滑拖累整体增速；I+II 类锂电叉车渗透率保持持续提升，2023 年达到 20.23%，已获得下游客户广泛认可。

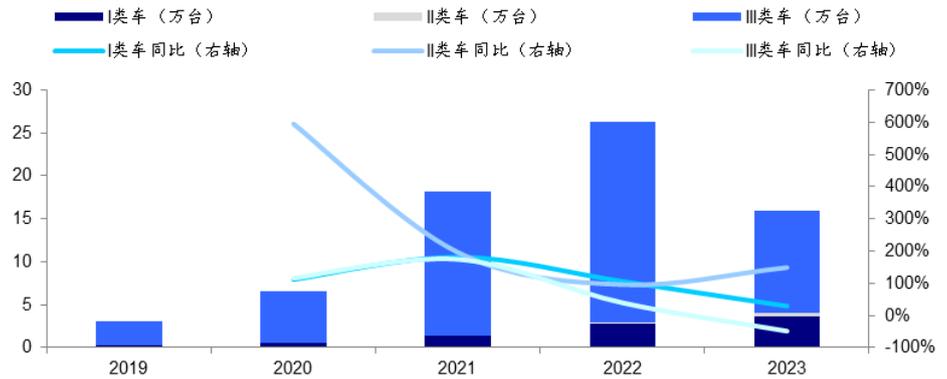
图31 2019-2023 年国内锂电池叉车量及同比增长


资料来源：物流技术与应用公众号援引中国工程机械工业协会工业车辆分会数据，HTI

图32 2019-2023 年国内锂电池叉车销量占比


资料来源：物流技术与应用公众号以及杭叉集团 2022-2023 年报援引中国工程机械工业协会工业车辆分会数据，Wind，HTI

I+II 类锂电叉车出口量稳步提升。2023 年中国 I、II、III 类锂电叉车出口量分别达到 3.62、0.40、11.97 万台，同比+29.10%、148.91%、-48.61%，2023-2019 年 CAGR 分别达到 99.55%、216.33%、43.58%，综合来看 III 类锂电叉车出口有所受阻，但 I、II 类锂电叉车海外扩张进展顺利。

图33 2019-2023 年不同类型锂电叉车出口量及同比增速


资料来源：物流技术与应用公众号援引中国工程机械工业协会工业车辆分会，HTI

我国锂电叉车具备先发优势，有助于提升国产龙头的全球竞争力。一方面，我国叉车锂电化速度领先全球，我们认为，这将有助于国产制造商通过丰富的实践快速迭代技术，从而在成本管控、设备生产、设备精度等方面形成更强的竞争力。根据物流技术与应用公众号援引中国工程机械工业协会工业车辆分会统计以及 Interact Analysis 预测，2023 年我国锂电叉车销量占电动叉车比例达到 46.50%，并预计全车型在 2025 年率先突破 50%的关键节点。另一方面，我国锂电池企业已占据全球核心地位，叉车龙头企业通过自研自制、直接向参股的锂电池业务公司采购等方式确保电池、电控总成等核心零部件的供应能力。锂电池龙头企业海外市占率不断攀升的同时加速全球产能建设，我们认为此举可以进一步带动国产锂电叉车的全球化布局。

表 8 全球各国锂电叉车的 50%关键转折年

国家	全车型-50%	1 类车-50%	2 类车-50%	3.1 类车-50%	3.1 类车-100%	3.2 类车-50%
中国	2025	2031	2029	2023	2032	2030
印度	2029	2031	2031	2025	2032	2031
日本	2030	2032	2030	2023	2029	2029
韩国	2029	2032	2029	2023	2029	2029
其他亚洲地区	2030	2032 之后	2031	2023	2032 之后	2031
法国	2025	2030	2027	2024	2032	2025
德国	2025	2030	2026	2023	2031	2024
意大利	2025	2030	2027	2023	2032	2025
其他欧洲地区	2026	2032	2028	2025	2030	2025
北美	2028	2031	2028	2025	2032 之后	2026
中东	2027	2032 之后	2029	2025	2032 之后	2027
非洲	2029	2032 之后	2030	2025	2032	2032

资料来源：Interact Analysis, HTI

2.3 市场空间：2027 年叉车全球市场 2000+亿元，国内市场 500+亿元

我们测算，2027 年全球市场空间 2102 亿元；其中，中国市场空间 525 亿元，海外市场 1577 亿元。根据安徽合力、杭叉集团可转债募集说明书，杭叉集团招股说明书，中力股份招股说明书（注册稿），中国叉车部落公众号援引欧链咨询，凯傲集团 Investor Relations Presentation, Wind, WITS, 物流技术与应用公众号援引中国工程机械工业协会工业车辆分会，我们从产品售价、销量结构两方面进行假设，对国内外叉车市场空间进行测算。关键假设如下：

1) **产品售价：**①海外均价：参考中力股份国内外售价差距，以及林德叉车和杭叉集团、安徽合力同类型车的售价差别，我们假设全系列叉车国外价格比国内价格高出50%；②国内均价：参考中国叉车部落公众号援引欧链咨询数据、安徽合力、杭叉集团、中力股份售价，我们假设I、II、III、IV+V类叉车售价分别为11、13、1.5、7万元；同时，我们假设价格保持相对稳定。

2) **销量结构：**①海外销量：参考凯傲对全球叉车市场未来增长的预测，我们假设2024年销量同比持平，2025-2027年保持稳定增长，年均增长率为4.5%；同时，电动化是大势所趋，根据过往各类车市占率发展趋势，假设I类车、II类车、III类车、IV+V类车市占率每年分别+1%、+0.5%、+0.5%、-2%。②国内销量：1-9月，国内叉车销量增速同比-4%，我们假设2024年全年销量同比持平，同时考虑到中国市场历史增速高于全球市场，我们假设2025-2027年年均增速为6%；此外，由于国内电动叉车势头较快，假设1类车、2类车、3类车、4+5类车市占率每年分别+2%、+1%、+0.5%、-3.5%。

综上，我们预计2023年全球、国内、海外市场规模分别为1788亿元、386亿元、1402亿元，2027年分别达到2102亿元、525亿元、1577亿元，海外市场具备广阔的发展空间。聚焦国内市场，2027年I类车行业规模有望达到超过IV+V类车，达到237亿元，实现平衡重式叉车的电动化替代。

表 9 2021-2027E 全球及国内叉车市场规模测算

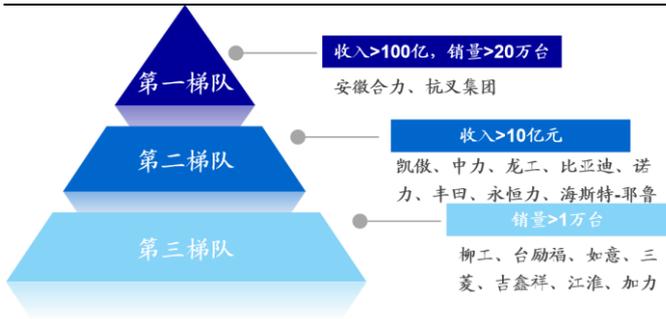
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
全球市场规模 (亿元)	1616	1657	1788	1801	1897	1997	2102
全球市场销量 (万台)	197	201	214	214	223	233	244
同比增长	22.6%	1.9%	6.5%	0.0%	4.5%	4.5%	4.5%
全球市场销售均价 (万元/台)	8.20	8.26	8.36	8.43	8.49	8.55	8.62
1 类车市场规模 (亿元)	480	552	653	688	756	829	906
1 类车销量 (万台)	29	33	40	42	46	50	55
1 类车销量占比	14.8%	16.7%	18.5%	19.5%	20.5%	21.5%	22.5%
1 类车单价 (万元/台)	17	17	17	17	17	17	17
2 类车市场规模 (亿元)	265	273	286	307	343	381	422
2 类车销量 (万台)	14	14	15	16	18	20	22
2 类车销量占比	6.9%	7.0%	6.9%	7.4%	7.9%	8.4%	8.9%
2 类车单价 (万元/台)	20	20	20	20	20	20	20
3 类车市场规模 (亿元)	204	212	225	228	240	254	268
3 类车销量 (万台)	91	94	100	101	107	113	119
3 类车销量占比	46.1%	46.9%	46.9%	47.4%	47.9%	48.4%	48.9%
3 类车单价 (万元/台)	2	2	2	2	2	2	2
4+5 类车市场规模 (亿元)	667	620	623	578	557	533	506
4+5 类车销量 (万台)	64	59	59	55	53	51	48
4+5 类车销量占比	32.3%	29.4%	27.8%	25.8%	23.8%	21.8%	19.8%
4+5 类车单价 (万元/台)	11	11	11	11	11	11	11
国内市场规模 (亿元)	406	351	386	414	448	486	525
国内市场销量 (万台)	78	69	77	81	86	91	96
同比增长	26.7%	-12.4%	11.9%	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%
中国市场销售均价 (万元/台)	5.18	5.12	5.02	5.13	5.24	5.36	5.47
1 类车市场规模 (亿元)	89	95	122	146	173	204	237
1 类车销量 (万台)	8	9	11	13	16	19	22
1 类车销量占比	10.4%	12.6%	14.4%	16.4%	18.4%	20.4%	22.4%
1 类车单价 (万元/台)	11	11	11	11	11	11	11
2 类车市场规模 (亿元)	15	15	17	28	41	55	71
2 类车销量 (万台)	1	1	1	2	3	4	5
2 类车销量占比	1.5%	1.7%	1.7%	2.7%	3.7%	4.7%	5.7%
2 类车单价 (万元/台)	13	13	13	13	13	13	13
3 类车市场规模 (亿元)	50	47	56	59	63	68	73
3 类车销量 (万台)	33	31	37	39	42	45	48
3 类车销量占比	42.2%	45.2%	48.3%	48.8%	49.3%	49.8%	50.3%
3 类车单价 (万元/台)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
4+5 类车市场规模 (亿元)	252	195	191	181	171	159	145
4+5 类车销量 (万台)	36	28	27	26	24	23	21
4+5 类车销量占比	46.0%	40.5%	35.6%	32.1%	28.6%	25.1%	21.6%
4+5 类车单价 (万元/台)	7	7	7	7	7	7	7

资料来源: 安徽合力&杭叉集团可转债募集说明书, 杭叉集团招股说明书 (修正稿), 中力股份招股说明书 (注册稿), 中国叉车部落公众号援引欧链咨询, 凯傲集团 Investor Relations Presentation, Wind, WITS, 物流技术与应用公众号援引中国工程机械工业协会工业车辆分会, HTI 测算

2.4 竞争格局：国内市场强者恒强，龙头出海打开新空间

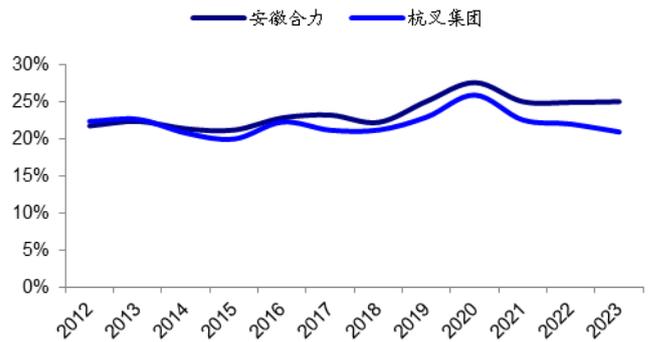
国内市场：呈现双寡头格局，合力、杭叉凭借综合优势稳居第一梯队。根据杭叉集团可转债募集说明书、中叉网，中国工程机械工业协会工业车辆分会在册的会员单位约180家左右，大多数企业生产和销售规模较小，前10名企业占据了市场77%的份额。杭叉、合力通过多年积累保证叉车产业链均衡发展，保持较高市占率，国内市场呈现双寡头格局。

图34 国内前20名叉车企业竞争格局可以分为三大层级



资料来源：杭叉集团及安徽合力2023年年报，中叉网，HTI

图35 2012-2023年安徽合力和杭叉集团中国市场占有率

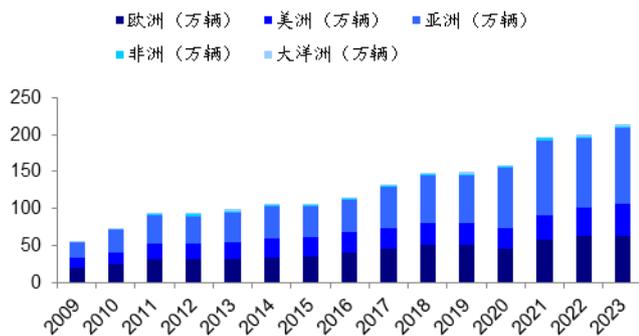


资料来源：Wind，杭叉集团2016-2023年年报、招股书及其申报稿，HTI

全球市场：国产叉车出海加速，合力、杭叉等龙头全球销量市占率呈现提升趋势。

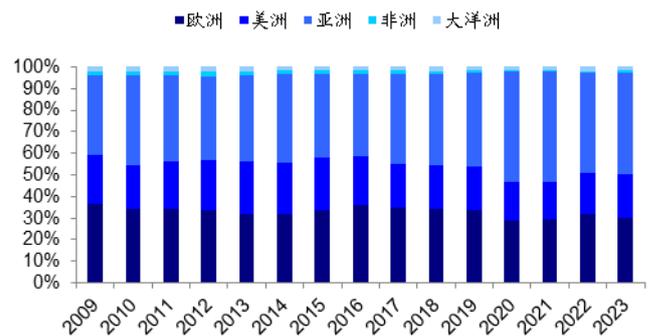
1) 全球市场结构：亚洲、美国、欧洲叉车销量占比大。2023年，全球叉车销量214万台，其中亚洲、欧洲、美洲销量分别为101、64、43万台，占比47%、30%、20%，合计占比超过95%。同时，欧美地区叉车价值量相对较高，从销售额角度来看欧美市场占比将更多。

图36 2009-2023年全球叉车分地区销量



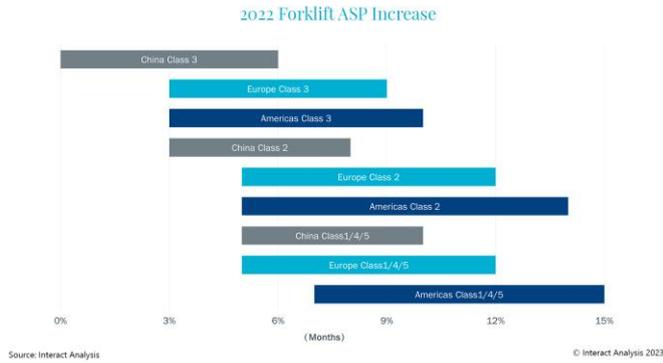
资料来源：WITS，HTI

图37 2009-2023年全球叉车分地区销量结构

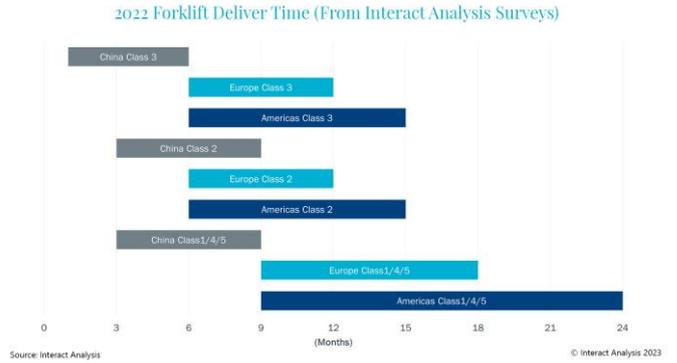


资料来源：WITS，HTI

2) 国产叉具备较快交期及高性价比优势。根据 Interact Analysis，2022年全球供应链紧张，运费、原材料、零部件价格上涨致使全球叉车制造商普遍涨价，同时大多数制造商的交货周期拉长。在产品单价方面，分地区来看，同级别、同吨位叉车的价格涨幅为北美>欧洲>中国，国产叉车具备高性价比。在产品交期方面，美国是2022年叉车交期最长的市场，主要系丰田因发动机认证问题停止发货、通货膨胀、国际航运受阻等因素影响；欧洲市场仓储叉车交货时间为6-12个月，部分平衡叉车交货期超过1年；中国交期最短，3类锂电池叉车交货期一般6个月以上，铅酸车辆约为3-6个月。

图38 国产叉车具备明显的价格优势


资料来源: Interact Analysis, HTI

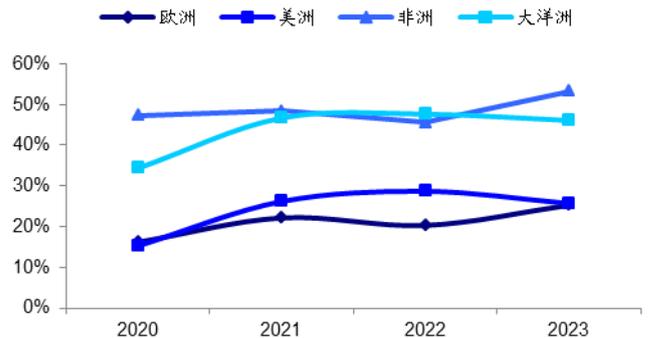
图39 国产叉车在交货期方面更短


资料来源: Interact Analysis, HTI

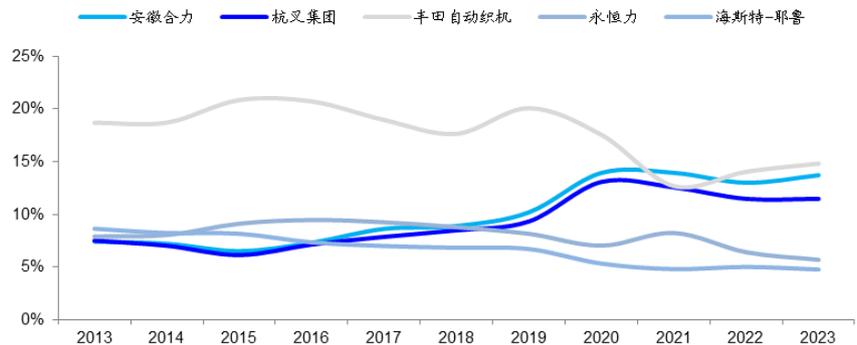
3) 国产叉车出海加速, 全球销量市占率呈现提升趋势。整体来看, 我国叉车出口量占海外市场份额明显提升, 从 2020 年的 18.84% 提升到 2023 年的 29.61%; 分地区来看, 欧美亚是中国叉车主要出口的地区, 2023 年出口到欧洲/美洲/亚洲/非洲/大洋洲的叉车数量分别达到 16.22/11.06/10.42/1.17/1.67 万台, 出口量占比分别为 40%/27%/26%/3%/4%; 从主要国产厂商看, 根据我们测算, 安徽合力、杭叉集团全球市占率从 2013 年的 7.43%、7.52% 分别提升至 2023 年的 13.73% 和 11.49%。

图40 2016-2023 年中国叉车出口量占海外市场份额


资料来源: 杭叉集团 2017 年年报, 安徽合力 2018 年年报, Wind, WITS, HTI

图41 2020-2023 年中国叉车分地区出口量市占率


资料来源: 物流技术与应用公众号援引中国工程机械工业协会工业车辆分会, WITS, HTI

图42 安徽合力、杭叉集团全球销量市占率逐年提升


资料来源: 丰田自动织机、永恒力、海斯特-耶鲁财报, 杭叉集团 2016-2023 年报、招股书及其申报稿, Wind, WITS, HTI

相比海外国外龙头公司, 国产叉车企业仍有较大发展空间。丰田、凯傲等国际叉车制造商在资金、技术、品牌、销售渠道方面具备先发优势, 在市场竞争中处于领先地位。中国叉车企业经过多年的技术积累和持续性的研发投入, 在产品系列完整性、核心技术研发能力以及质量管理等方面正逐步向国际龙头企业看齐。根据 MMH, 2023 年, 丰田/凯傲/安徽合力/杭叉集团收入规模分别约为 163 亿美元/94 亿美元/25 亿美元/23 亿美元, 从收入规模来看国内叉车企业具较大发展空间。

表 10 2022-2023 年全球前十大叉车制造商排名情况

公司	排名		收入 (亿美元)		销量 (万台)		所属 国家	成立 时间	公司介绍
	2023 年	2022 年	2023 年	2022 年	2023 年	2022 年			
丰田自动织机	1	1	163.22	168.58	30.79	31.66	日本	1926 年	旗下产品涉及汽车、工业车辆、织布机、压缩机、发动机、半导体等各行各业，其叉车产品包括内燃平衡重式叉车、电瓶平衡重式叉车、前移叉车、电动托盘车、电动堆高车、牵引车及叉车属具等
凯傲集团	2	2	93.59	78.53	-	-	德国	1904 年	全球领先的专注于叉车、仓储设备和其他工业车辆的供应商，其叉车产品包括内燃平衡重式叉车、蓄电池平衡重式叉车、托盘搬运车、托盘堆垛车、前移式叉车、拣选叉车、防爆叉车及牵引车等
永恒力集团	3	3	61.28	52.63	12.18	12.88	德国	1953 年	叉车产品包括内燃平衡重式叉车、电动平衡重式叉车、拣选叉车、前移式叉车、牵引车、电动堆垛机、电动托盘车、手动托盘车等
科朗设备	4	4	51.80	46.90	-	-	美国	1946 年	在澳大利亚、中国、德国和新加坡拥有地区总部。其叉车产品包括手动叉车、电动堆高车、电动托盘搬运车、前移式叉车、电动平衡重式叉车、窄通道货物叉车、内燃叉车等
三菱物捷仕	5	5	46.37	46.30	-	-	日本	1937 年	叉车产品包括手动托盘搬运车、步行式电动托盘叉车、电动平衡重式叉车、窄通道叉车、前移式叉车、电动防爆叉车、侧驾前移式叉车、电动式牵引车等
海斯特-耶鲁	6	6	41.18	35.48	10.22	10.08	美国	1929 年	隶属于美国纳科物料搬运集团，叉车产品包括内燃平衡重式叉车、电动平衡重式叉车、电动仓储叉车、特种叉车、牵引车等
安徽合力	7	7	24.51	22.58	29.20	26.08	中国	1958 年	叉车产品包括内燃叉车、蓄电池叉车、电动仓储叉车、装载机、牵引车、特种车辆、堆高机、正面吊、防爆车辆等
杭叉集团	8	8	22.97	20.69	24.55	23.04	中国	1956 年	主要从事叉车、仓储车、牵引车、高空作业车辆、强夯机、无人驾驶工业车辆 (AGV) 等工业车辆产品及关键零部件的研发、生产及销售，同时提供智能物流整体解决方案以及包括产品配件销售、车辆修理、车辆租赁、再制造等在内的工业车辆后市场业务
斗山工业车辆	9	9	20.02	16.88	-	-	韩国	1896 年	隶属于成立于 1896 年的世界 500 强企业斗山集团，总部位于韩国首尔，斗山集团拥有 110 多年历史的韩国最早的近代企业，涉及重工业、机械、消费品、服务等多样化的领域，是韩国财经界排行前 10 的企业集团
克拉克物料搬运	10	11	10.00	9.08	-	-	韩国	1903 年	该公司 1920 年首次推出的第一辆叉车，成为了叉车行业的标准

资料来源：杭叉集团及安徽合力 2022-2023 年年报，MMH，杭叉集团可转债募集说明书，Wind，HTI

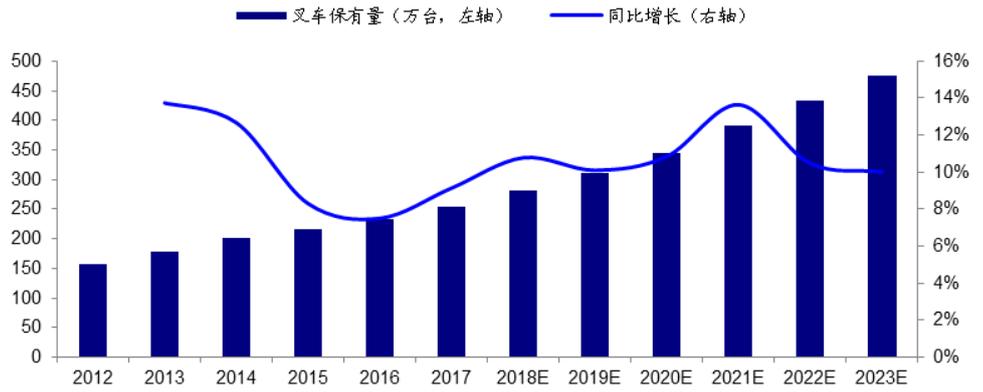
2.5 后市场、智能物流解决方案发展值得期待

国内叉车保有量快速提升，我们认为有望进入“后市场”时代。

1) 叉车后市场业务一般包括配件与服务、经营租赁、融资租赁以及二手车翻新等围绕全生命周期的所有业务，其前景与市场保有量密切相关。

2) 根据佛朗斯招股说明书（申报稿）援引中国工程机械工业年鉴披露的 2012-2017 年国内叉车保有量数据，我们假设叉车使用寿命为 10 年，测算 2012-2017 年叉车保有量/累计十年销量比例分别为 99%/95%/92%/89%/87%/84%，呈现逐年下降的趋势。我们认为，保有量增速的下降可能是老旧叉车无法满足现有应用场景联网化、环保化作业需求，被电动叉车、智能叉车加速替代所致。我们假设 2017 年后叉车保有量/累计十年销量比例每年下降 2.5%，以此为基础测算出 2023 年国内叉车保有量大约为 476 万台，2012-2023 年 CAGR 达到 10.64%。根据工程机械品牌网援引中国工程机械工业协会的数据，截至 2023 年底，中国叉车保有量为 432.2-468.2 万台，与我们的预测比较相近。较大的叉车保有量和相对稳定的叉车实际需求量为叉车后市场发展奠定基础。

图43 2012-2023 年国内叉车保有量及同比增长测算



资料来源：佛朗斯招股说明书（申报稿）援引中国工程机械工业年鉴，Wind，WITS，HTI

租赁模式更具经济性，已成为发达国家的选择。

1) 对比自购模式，租赁模式更具经济性，可以有效解决客户采购痛点。客户对场内物流设备的使用需求具备时效性和灵活性特点，但叉车高昂的维修成本使得客户采购比较谨慎。相比自行购买模式，租赁模式在缓解下游物流和供应链客户资金压力、降低设备维护成本、提高设备工作效率等方面具有显著竞争优势。

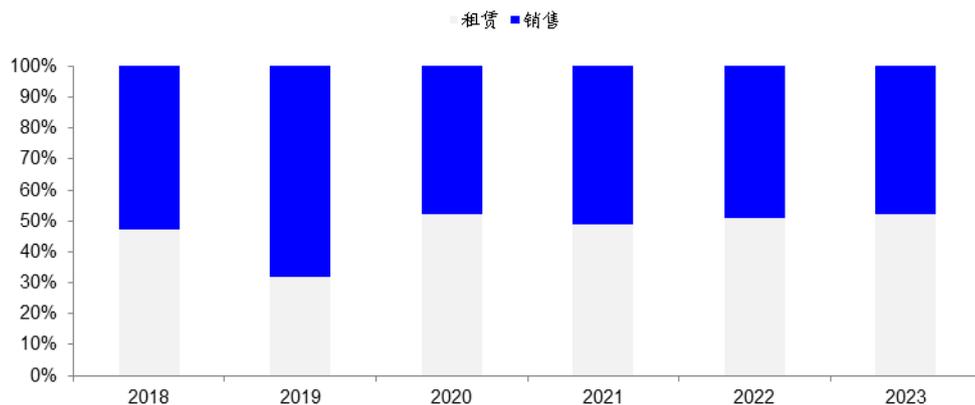
表 11 租赁模式成为解决客户采购和使用痛点的理想模式

对比项目	自行购买模式	租赁模式
资金压力	一次性大额资金投入，资金压力较大	分期支付租金，资金压力较小
设备维护成本	设备购买方负责维修保养，维护费用逐年提高	由叉车租赁服务商负责维修保养，通过叉车租赁服务商的专业事前维护能有效降低叉车的日常维护成本，且相关维护费用无需客户额外支出
合规风险	叉车上牌、年审由设备购买方负责，容易因管理疏忽带来的上牌、年审等方面的合规风险	叉车上牌、年审由叉车租赁服务商负责，熟悉上牌、年审等流程，合规风险较小
设备调度灵活度	需根据各期生产力、工作情况的不同而购置相应的设备，灵活度低	根据淡季和旺季以及工作情况的不同租赁相应设备，灵活度高
设备工作效率	故障逐年增加，工作效率逐年降低	定期维修、保养，故障率降低，工作效率有保障
资金成本	相比租赁方式，资金占用成本更高	相比自行购买方式，资金占用成本更低

资料来源：佛朗斯招股说明书（申报稿），HTI

2) 租赁模式是发达国家的选择，对比海外，我国还有很大的发展空间。叉车租赁业务在国际市场成熟度高，欧美发达国家的租赁模式在新车销售中占比达到 50%-60%，日本及新加坡达到 45%-50%。根据 PRG 的调查问卷数据，被采访者叉车来自于租赁的比例多年维持在 50%左右，2023 年这一比例达到 52%，为近年来新高。中国是全球最大的叉车消费市场，运营模式仍以自购为主，以租赁为代表的后市场业务仍有较大发展空间。

图44 海外叉车用户新车购买方式结构



资料来源：PRG, HTI

3) 从设备租赁的商业属性判断，我们认为具备资金、服务、技术优势的叉车龙头企业¹在后市场中有望获取先发优势。设备租赁是一种金融行为，可持续的低成本融资资金是租赁企业首要考虑因素，一旦市场竞争激烈，租赁价格走低将大大延长设备投资回收期，现金流紧张将制约租赁企业的发展能力。同时，租赁业务需要负责设备全生命周期的管理服务，而叉车维修需求要强于高空作业车等装备，同时不具备类似汽车维修店这种第三方机构提供服务，因此服务能力对叉车租赁很关键。此外，设备租赁需要全生命周期精细化管理，用户规模及分散度越大，对企业技术的要求越高。因此，我们认为，类似安徽合力、杭叉集团这种已经在叉车销售领域建立先发优势的品牌在租赁市场亦具备较为强大的开拓能力。

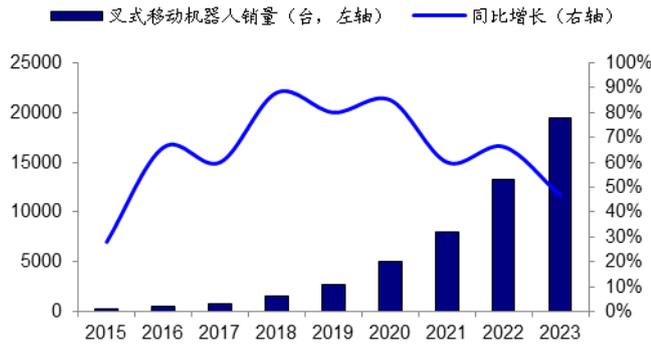
此外，智能仓储的兴起有望促使叉车向智能化发展。我们认为，智能仓储将是企业提高效率、减少错误和降低运营成本的关键，叉式移动机器人有望在其中扮演更重要的角色。

1) 在人工成本上涨、产业升级等因素的加持下，仓储物流、电商零售等领域对于高效低成本、柔性化程度较高的物流自动化设备的需求增长迅速，具备无人驾驶、远程监控、管理等功能的叉式移动机器人成为行业发展趋势。

2) 相比于传统叉车，叉式移动机器人在操作精度、效率和安全性方面具备显著优势，可以 24 小时全天候稳定运转，被广泛应用于重复性搬运、搬运强度大、工作环境恶劣等搬运场景。

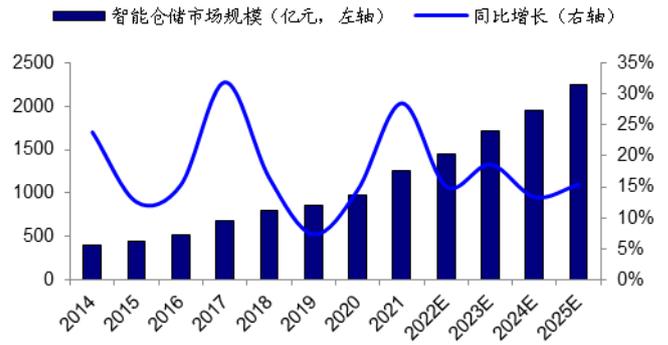
3) 根据移动机器人产业联盟微信公众号，2023 年我国叉式移动机器人销量达到 1.95 万台，2015-2023 年 CAGR 达到 68.51%，保持快速增长。同时，根据高工移动机器人微信公众号，2021 年我国智能仓储市场规模达到 1260 亿元，预计 2025 年有望达到 2250 亿元，2021-2025 年 CAGR 达到 15.60%。

图45 2015-2023 年国内叉式移动机器人销量及同比增长



资料来源：移动机器人产业联盟微信公众号，HTI

图46 2014-2025 年国内智能仓储市场规模及同比增长预测



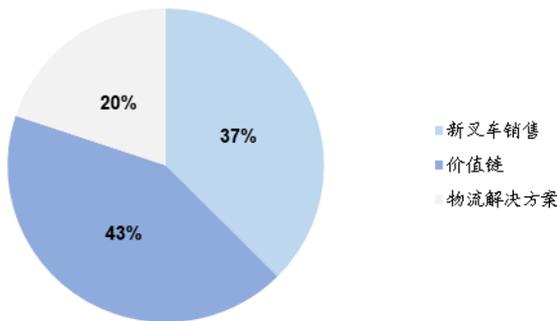
资料来源：高工移动机器人微信公众号，HTI

参考海外龙头公司，我们看到，后市场、整体物流方案已成为海外龙头的核心业务，对比来看，未来也有望成为国内制造商的业务方向。

1) 以丰田自动织机为例，丰田自动织机可提供全面匹配客户现场的产品线和解决方案，包括密集储存解决方案、车队管理系统、丰田安全+解决方案、精益智能解决方案，以及安心放心的专业售后服务，为提升客户的物料搬运效率而不断努力。根据丰田自动织机 FY2024 财报，2024 财年价值链和物流解决方案收入占比分别为 43%和 20%，而新叉车销售占比只有 37%。

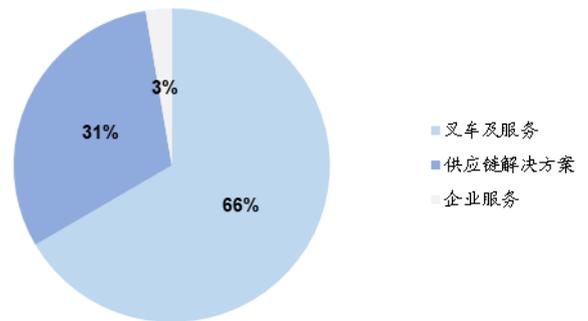
2) 此外，凯傲集团、永恒力集团、海斯特-耶鲁的服务、物流系统方案也在各自的收入体系中占据重要份额。我们认为，伴随国内保有量的提升以及智能仓储的发展，国产叉车制造商有望以海外龙头为鉴，注重开拓后市场以及智能化需求。

图47 丰田自动织机物料搬运设备业务 FY2024 收入拆分



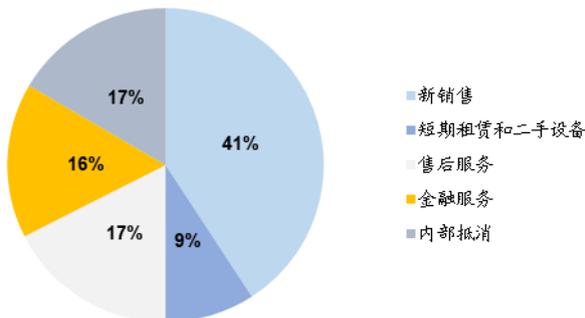
资料来源：丰田自动织机 FY2024 财报，HTI

图48 凯傲集团 FY2023 收入拆分



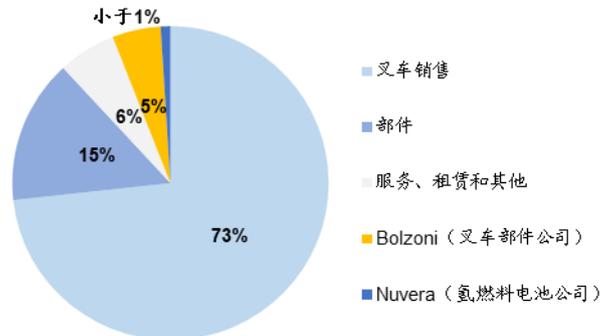
资料来源：凯傲集团 FY2023 财报，HTI

图49 永恒力集团 FY2023 收入拆分



资料来源：永恒力集团 FY2023 财报，HTI

图50 海斯特-耶鲁 FY2023 收入拆分



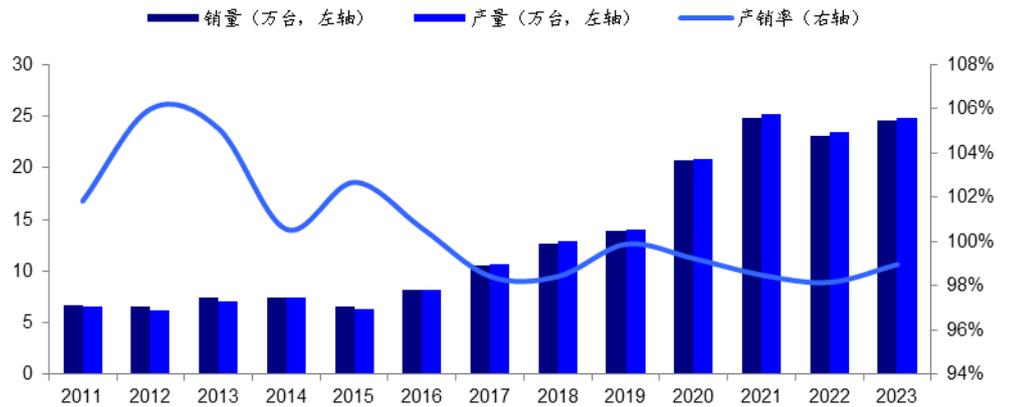
资料来源：海斯特-耶鲁 FY2023 财报，HTI

3. 公司：国际化、电动化加速，协同创新助力长期发展

3.1 重发展：实施“两头强、中间精”模式，保障产品竞争力

坚持“两头强、中间精”的经营发展模式，产销规模业内领先。公司拥有完整的研发、生产及供应、销售及服务体系。其中，研发方面，聚焦关键技术及零部件的自主创新；生产供应方面，持续加强数字化建设，具备年产 40 万台叉车和其他物流设备的生产能力；在销售服务方面，在国内外设立直属销售公司及授权和特许经销商、电子商务平台，构建了全球化营销服务网络。经过多年积累，公司的规模位居行业前列，2023 年产量、销量分别达到 24.80 万台、24.55 万台，2011-2023 年产量 CAGR 和销量 CAGR 均接近 12%，产销率常年保持平衡。

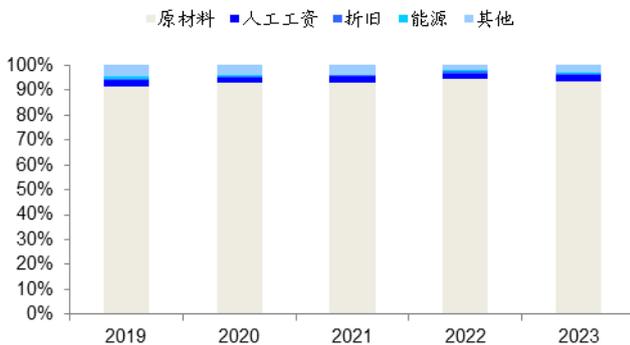
图51 2011-2023 年公司叉车销量、产量及产销率



资料来源：杭叉集团 2016-2023 年报、杭叉集团招股书及其申报稿，HTI

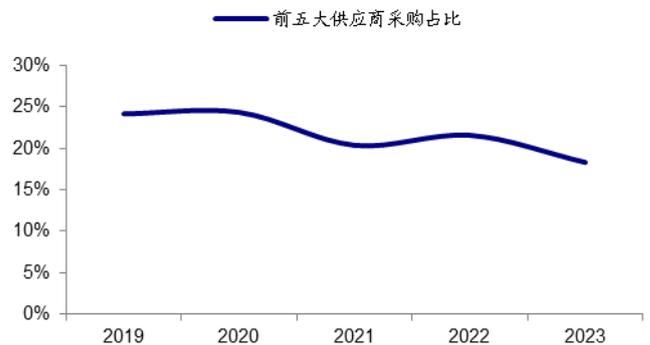
在高效的供应链体系和规模效应的加持下，公司在成本端具备竞争优势。主要原材料和配套零部件成本占公司生产成本的 90% 左右，其价格波动对公司盈利能力产生重要影响。一方面，公司建立高效的供应链体系，发动机、平衡重、钢材等销售单价敏感性系数较高的产品由子公司集中对外采购，车架、门架及部分变速箱、油缸等关键零部件由生产型子公司及参股公司生产供应。另一方面，规模效应使得公司在采购环节具有较强的议价能力，前五大供应商的采购金额占比在逐年下降。规模化生产提高了生产效率和稳定性，降低了单位生产成本，使公司的产品更具市场竞争力。

图52 2019-2023 年公司营业成本结构



资料来源：杭叉集团 2019-2023 年年报，HTI

图53 2019-2023 年公司前五大供应商采购占比持续下降



资料来源：杭叉集团 2019-2023 年年报，HTI

表 12 公司主要原材料及零部件采购价格敏感性系数

项目	2017	2018	2019	2020Q1-Q3
发动机采购单价敏感系数	0.52	0.56	0.46	0.49
平衡重采购单价敏感系数	0.39	0.39	0.37	0.43
变速箱采购单价敏感系数	0.16	0.25	0.22	0.25
钢材采购单价敏感系数	0.24	0.21	0.2	0.22
油缸采购单价敏感系数	0.17	0.19	0.18	0.19

资料来源：杭叉集团可转债募集说明书，HTI

3.2 新能源：重点发力锂电池、氢燃料电池叉车

前瞻布局新能源叉车，产品谱系逐步健全。

1) 2015 年以来，公司在新能源叉车领域持续探索多种技术路线，目前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，0.6-48t 全系列产品均实现新能源化。

2) 2023 年，公司完成了 XE 系列锂电池专用叉车、XA 系列四支点轻工况锂电池叉车、XH 系列全天候重工况高压锂电专用叉车、XC 系列锂电专用驾驶室前移式叉车、高压锂电集装箱正面吊、空箱堆高机等系列新能源车型的开发，在作业效率、耐候性、安全性、可靠性及舒适性方面均优于内燃车型，实现了从“替代内燃”到“超越内燃”的重大跨越。通过前瞻性的布局，公司在新能源领域具备性能领先、型谱齐全、供应链稳定、品牌认可度高等竞争优势，引领行业电动化转型。

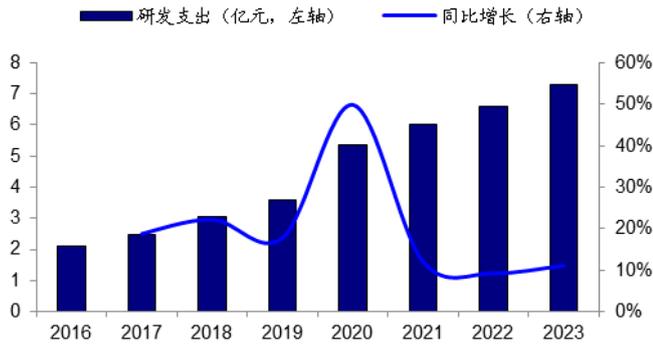
图54 公司新能源产品谱系


资料来源：杭叉集团 2023 年年报，HTI

自研+产业合作，掌控关键技术。针对动力电池、驱动电机、整车电控三大核心技术，公司采用自主研发以及和锂电产业龙头合作的方式，不断强化技术优势。

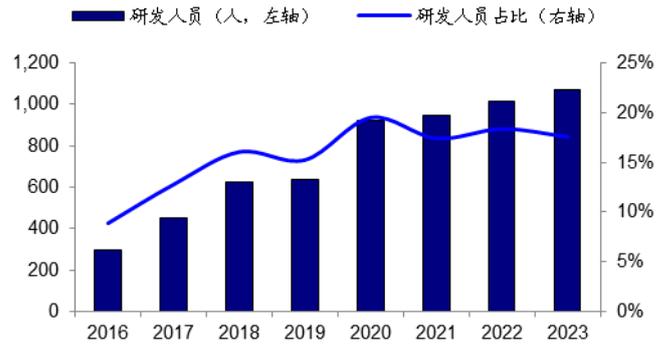
1) **高研发投入，掌握关键技术。**公司上市以来研发投入保持平稳增长，2023 年研发支出 7.31 亿元，2016-2023 年 CAGR 达到 19.53%，2023 年研发人员占比 17.56%，相比 2016 年提升 8.67pct。凭借稳健的研发支出，公司在电动车辆领域已自主研发电池电容、电动车辆防爆、电动叉车共泵、电池管理系统等核心技术。

图55 2016-2023 年公司研发支出及同比增长



资料来源: Wind, HTI

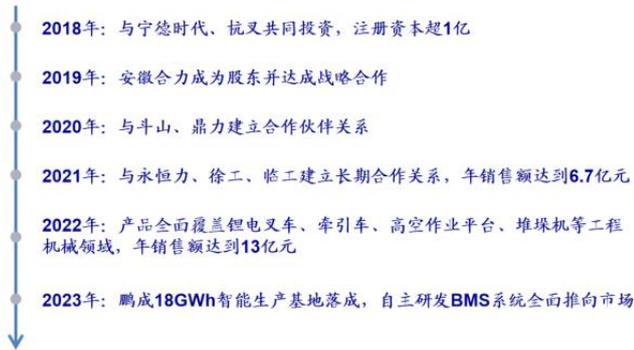
图56 2016-2023 年公司研发人员及占比



资料来源: Wind, HTI

2) 与产业龙头强强联手, 巩固行业引领地位。2018 年, 公司通过战略投资的方式入股国内领先的新能源工业车辆控制系统整体解决方案供应商郑州嘉晨; 同年, 公司与宁德时代共同设立鹏成新能源, 采用宁德时代电芯及模组, 后通过合资建厂、共建生产线打磨电池技术。在电动叉车领域, 公司通过资本市场对上下游优势资源进行整合, 进一步做强产业规模, 提升核心竞争力。

图57 鹏成新能源在发展过程中获得多家叉车龙头赋能



资料来源: 鹏成新能源官网, 海通证券研究

图58 嘉晨智能产品体系



资料来源: 嘉晨智能公开转让书, HTI

加速新能源转型, 电动+氢燃料电池叉车齐头并进。

1) 强化 III 类车及锂电叉车研制, 重点突破核心产品。从国内销量市场份额来看, 公司在电动平衡重乘驾式叉车 (I 类车) 领域积累了技术研发、生产工艺、销售渠道的领先优势, 长期稳居国内前二, 在电动仓储叉车 (II 类车、III 类车)、锂电池叉车领域仍具备提升空间。针对产业短板, 在电动仓储叉车领域, 公司重点加强 III 类车布局, 开发中高端 III 类车产品; 在锂电池叉车领域, 通过掌握电动叉车锂电专用架构平台技术、高电压永磁同步技术和快速充电技术等核心技术, 形成了 XC 系列 1-10t 四支点、1.3-2t 三支点、仓储车、前移式等系列化产品, 其它系列 AE、X、XH、XF 系列的 0.6-48t 新能源叉车以及仓储车、前移式、牵引车、正面吊、空箱堆高机、高空作业平台等新能源产品均已相继推出, 成为行业中锂电池叉车产品系列最齐全的企业。

图59 2020-2022 年杭叉集团电动叉车国内销量排名

叉车种类	2020	2021	2022
电动平衡重乘驾式叉车 (I类车)	第2名	第1名	第1名
电动仓储叉车 (II+III类车)	第4名	第3名	第3名
锂电池叉车	第4名	第5名	第5名

资料来源：中力股份关于审核中心意见落实函的回复援引中国工程机械工业协会工业车辆分会的数据，HTI

图60 公司为锂电池叉车设计专用架构，提升整机性能

叉车结构	铅酸架构	专用架构
图例		
外形尺寸	大	小
重心	高	低
自重、能耗	自重大，整机能耗高	轻量化，减重5%，能耗低
IPX等级	低	高
人机工程	差	好
设计理念	产品同质化，改装车为主	颠覆性、差异化，全新设计

资料来源：杭叉集团微信公众号，HTI

2) 率先推出氢燃料电池叉车，加速新能源转型。公司行业内率先布局氢燃料技术储备，于2020年9月成立杭叉天津新能源，重点打造以氢燃料电池叉车为主的新能源工业车辆，氢燃料产品已于2021年推向市场，已在石化、钢铁等行业实现批量应用，开发的X系列氢燃料电池叉车综合性能达到了国际先进水平。同时，公司联合重塑集团、佛朗斯股份、宜家家居等企业布局氢燃料产业链。未来，公司力争将全系列产品切换为锂电、氢燃料电池等新能源产品，实现产品战略转型升级和高质量发展目标。

图61 杭叉集团氢燃料电池 AGV



资料来源：杭叉集团微信公众号，HTI

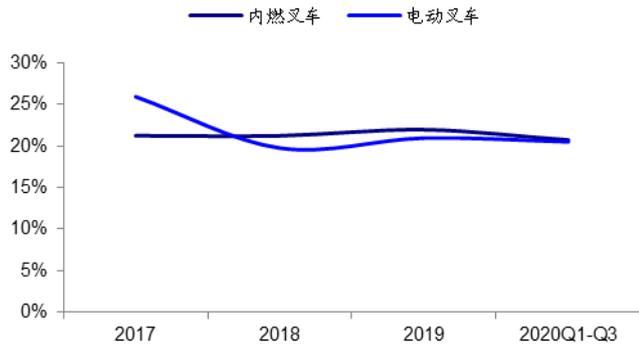
图62 杭叉集团固态金属储氢燃料电池叉车



资料来源：杭叉集团微信公众号，HTI

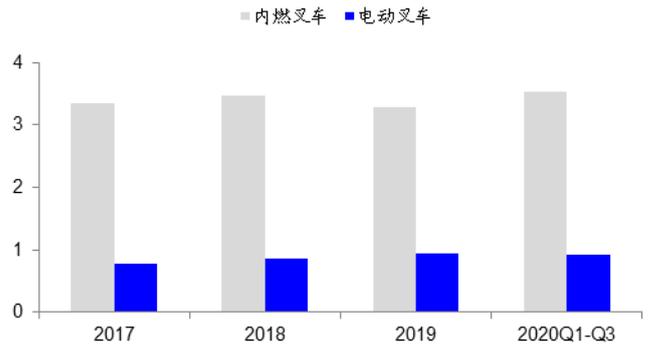
我们认为，公司新能源转型亦有助于熨平周期波动，增强经营稳健性。从盈利能力来看，公司内燃叉车和电动叉车毛利率保持稳定，且较为接近，但从单位售价敏感性来看，电动叉车则显著优于内燃叉车。以2020年1-9月为例，在其他因素不变的情况下，若内燃叉车和电动叉车单位售价每下降1%，则公司毛利将分别下降3.53%和0.92%。我们认为，公司重点推广新能源叉车，加快技术改造和新产品研发的投入、开发技术含量和附加值更高的产品，不仅有助于提高盈利能力，也有助于减少周期的波动性，增进经营稳健性。

图63 杭叉集团内燃叉车和电动叉车毛利率



资料来源：杭叉集团可转债募集说明书，HTI

图64 杭叉集团内燃叉车和电动叉车的单位售价敏感性系数



资料来源：杭叉集团可转债募集说明书，HTI

3.3 国际化：从欧美到全球，“产品+服务+整体解决方案”走向世界

从欧美市场出发，以品牌效应及本地化部署开拓全球市场。上市以来，公司加大全球市场开拓。在销售端，以打造区域性营销服务中心为发展战略，通过优先出口欧美市场建立品牌认可度，以“直销+代理”模式开拓全球市场。当前，公司自有销售服务网络已在欧洲、北美洲、南美洲、澳洲、东南亚等全球重要市场实现全覆盖。2024 年公司继续加大东亚、东南亚布局，决定在印尼、日本、马来西亚投资设立全资子公司，做好相关区域市场业务推广及品牌经营。在服务端，公司坚持“本土化原则”，依靠国内总部强有力的售后服务体系支撑，提供 24 小时待机服务。2024 年公司拟设立欧洲和越南租赁有限公司，进一步完善销售及租赁网络、拓展境外租赁业务。

表 13 公司上市以来在海外持续布局销售公司和服务中心，强化本地部署能力

时间	海外市场销售及后市场网络布局
2016 年	成立杭叉欧洲公司、杭叉东南亚公司，建立欧洲和东南亚市场的销售服务中心
2017 年	成立美国有限公司开拓北美市场，土耳其、印度尼西亚、菲律宾等“一带一路”沿线国家销量有较大幅度
2018 年	杭叉美国有限公司投入运营，与杭叉欧洲有限公司、杭叉东南亚公司一并形成了以国内总部核心为支撑，服务欧、美、亚三大洲客户的国际化营销服务中心
2019 年	成立加拿大公司
2020 年	成立欧洲配件公司，负责杭叉欧洲地区车辆售后服务、配件销售、技术支持、代理商培训、产品体验等。
2021 年	成立澳大利亚、巴西等销售子公司
2022 年	成立泰国子公司
2023 年	墨西哥公司、巴西公司、美国通用锂电池有限公司相继投入运营，集团海外子公司已达十家，实现自有营销服务网络在欧洲、北美洲、南美洲、澳洲、东南亚等全球重要工业车辆产品市场全覆盖
2024 年	成立马来西亚、印尼、日本全资子公司，成立欧洲、越南租赁公司

资料来源：杭叉集团 2016-2023 年年报，第七届董事会第十二次、十三次、十五次、十六次会议决议公告，HTI

研发、制造、供应链体系全面发展，产品更贴近终端需求。在研发设计方面，针对美国、澳洲等细分市场的特殊要求，杭叉集团率先推出符合欧 V 及美国 EPA 标准的美款小轮距叉车、越野叉车等产品。2020 年 11 月，杭叉集团成为国内首个在北美建设研发中心的叉车制造商，由技术系统领导挂帅专注于对北美市场的产品研究开发和产品改进。未来，杭叉集团还计划在欧洲、东南亚等地继续设立研发中心，进一步贴近本地客户需求。在制造方面，2024 年 9 月，杭叉集团拟在泰国投资 2000 万美元设立杭叉集团泰国制造公司，拟在泰国购置土地，新建生产车间和办公楼，前期打造具备平衡重式叉车、高空作业平台的制造及锂电池组装功能，初步形成年产万台含平衡重式叉车、剪叉式高空作业平台、臂式高空作业平台的生产能力。在供应链方面，杭叉集团精益高效的生产制造系统为交货能力提供了强有力的保障。新冠疫情期间杭叉集团交货期可控制在 6-8 周以内，相比国外厂家 4-6 月具有明显优势。

图65 杭叉集团美款产品合集



资料来源：杭叉集团微信公众号，HTI

加拿大市场的开拓速度印证公司出海战略的综合竞争力。我们认为，公司在海外开拓方面具备很强的综合竞争力，加拿大公司 5 年时间从零起步，市占率可接近 10%，是一个典型的出海拓市场案例。根据杭叉集团微信公众号转载福布斯采访报道，公司在 2019 年 10 月开始进入加拿大市场，新冠疫情严重削弱了北美叉车生产商的供货和履约能力，交付时间拖长至 1 年以上，而公司凭借杭叉中国工厂以及在本地自建仓库，将交货期缩短至半年以内，通过提供免费试用的方案吸引了很多新客户。在全球供应链恢复后，公司通过产品和技术的领先主打性价比优势，凭借优秀的产品质量和及时的售后服务提高客户留存率。公司预计 2024 年在可加拿大市场销售 3000 辆叉车，约占加拿大叉车市场的 10% 份额。

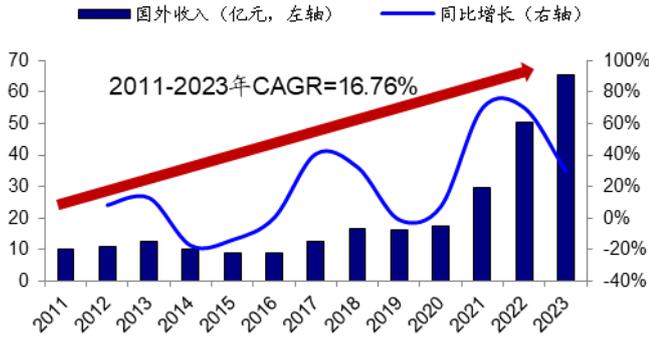
图66 杭叉集团海外公司布局



资料来源：杭叉集团 2023 年年报，HTI

海外业务占比快速提升，带动利润率好转。2020 年以来，公司海外市场开拓进展加快，国外地区收入增速及占比迅速提升。根据 Wind，公司 2023 年国外地区收入 65.35 亿元，在主营收入中占比达到 41%，同比 2020 年提升 25pct，2020-2023 年收入 CAGR 达到 55.34%。同时，公司国外地区毛利率已在逐步恢复，经过 2021 年低谷的 18.69% 后，2023 年已达到 25.96%。根据杭叉集团微信公众号，公司计划未来出口业务量争取达到集团业务总量的 50%。我们认为，伴随海外销售及渠道建设逐渐成熟，以及规模效应、研发优势逐渐体现，公司的海外业务占比仍将保持上涨，并有望带动公司整体毛利率的上行。

图67 2011-2023 年公司国外收入及同比增长



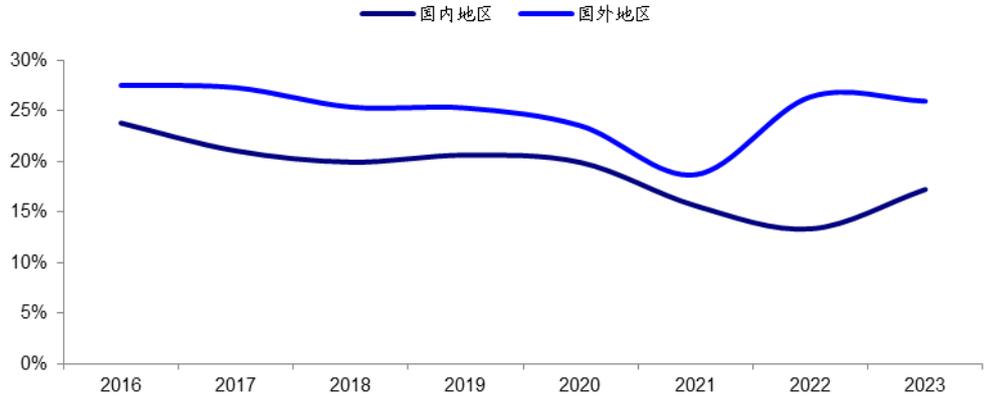
资料来源: Wind, HTI

图68 2011-2023 年公司国内外收入结构



资料来源: Wind, HTI

图69 2016-2023 年公司国内外业务毛利率



资料来源: Wind, HTI

2023 年公司新成立合规部，为全球化事业保驾护航。根据杭叉集团 2023 年年报，公司 2023 年新成立合规部，进一步强化合规意识和合规事件处置应对能力，加强外贸业务风险防范，提升企业合规竞争力，并分步开展了 ISO37301: 2021《合规管理体系要求及使用指南》标准认证工作，合规风险识别、评估、防范、审查和应对机制基本建立，开发了《贸易合规管理系统》(TCMS) 信息化工具，为进一步扩大海外市场份额、强化海外营销网络建设、规范国际贸易业务流程夯实了基础。

3.4 增协同：加码智能物流、后市场，高机加速发展

智能物流：公司率先自主研发 AGV 设备，致力于成为全球顶尖的智能物流整体解决方案供应商。

1) 2012 年公司开始率先在行业内自主研发 AGV 等智能搬运设备，2016 年成功引进全球最先进、最可靠的 NDC 技术，并组建“杭叉汉和智能”软件团队，完成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 年成立杭叉智能，专注于叉车 AGV 市场。2021 年，杭叉智能推出了自主研发的智能视觉导航系统“天目”，并在 GGII 中国叉车 AGV 民营企业竞争力排名第一。截至目前，杭叉智能已经拥有多款无人叉车产品，在多个行业广泛落地。

图70 2021 年中国叉车 AGV 民营企业竞争力排名 TOP10

排名	企业	得分
1	杭叉智能	86.5
2	艾吉威	85
3	嘉腾机器人	84.5
4	诺力	84
5	松井智能	82.5
6	国自机器人	81.5
7	木牛流马	81
	佳顺智能	81
8	未来机器人	80.5
9	仙工智能	79
10	宇峰智能	78

资料来源：高工移动机器人微信公众号，HTI

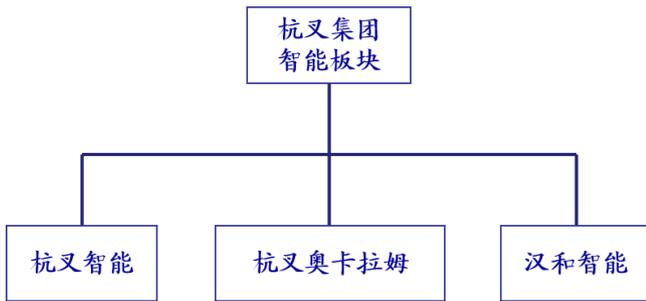
图71 公司智能 AGV 产品



资料来源：公司官网，HTI

2) 强化产业合作，杭叉智能、杭叉奥卡姆拉、汉和智能协同发展。2022 年，公司与日本最大、全球第四大的办公家具生产商，同时也是日本前十大智能物流装备供应商之一的奥卡姆拉成立合资公司，整合智能物流资源，成为以中国和日本为起点，面向全球市场的具备从方案设计到各系统的设计、制造、安装、服务等能力的国际一流的智能物流装备供应商。当前，智能物流板块已形成公司总部牵头，三家控股子公司杭叉智能、杭叉奥卡姆拉、汉和智能协同负责的布局。2023 年，杭叉智能、杭叉奥卡姆拉入驻横吸产业园，智能物流板块业务协同性进一步增强。

图72 杭叉智能、杭叉奥卡姆拉、汉和智能协同发展



资料来源：杭叉智能微信公众号，HTI

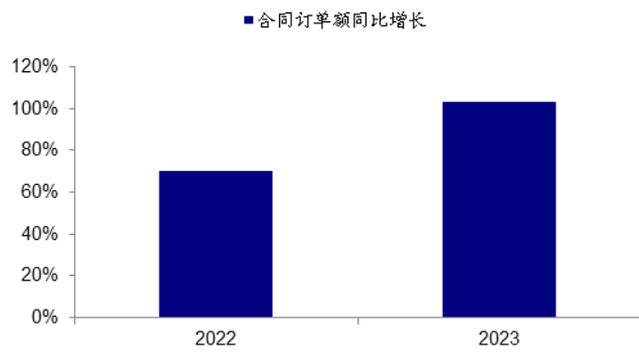
图73 杭叉智能已在多个产业与优质客户达成合作



资料来源：杭叉智能微信公众号，HTI

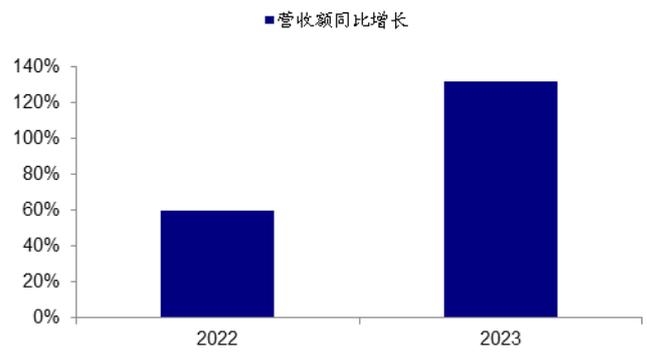
3) 以集成配套的形式提供全流程的智能物流整体解决方案，订单及收入保持高增长。根据杭叉智能微信公众号，2022、2023 年杭叉智能每年新验收项目百余个，涉及锂电、光伏、新能源、饮料、橡胶、食品、玻璃、汽车、陶瓷等多个行业，业务遍布东亚、东南亚、北美、中欧、北欧等全球多个地区。通过不断创新技术以及开拓应用场景，杭叉智能业绩加速增长。2022 年、2023 年，杭叉智能全年合同订单总额分别同比增长 70%、103%，营收额分别同比增长 60%、132%。

图74 2022-2023 年杭叉智能合同订单额同比增长



资料来源：杭叉智能微信公众号，HTI

图75 2022-2023 年杭叉智能营收额同比增长



资料来源：杭叉智能微信公众号，HTI

后市场：公司通过子公司发力后市场业务，赋能海外开拓。后市场服务能力决定公司发展的广度和深度。2017年，公司以战略股东身份投资深国际租赁，正式进军融资租赁行业。2020年，公司成立杭叉天津融资租赁子公司，进一步加强后市场业务。2023年，公司成立杭叉赛维思，为海外客户提供整机配件销售、铅酸改锂与锂电池销售、OEM配套、OEM整机、租赁业务、维保业务、个性化产品质保及技术方案支持等服务。目前公司为全球200余个国家和地区的客户提供了包括整机销售、配件供应、三包服务、融资租赁、用户培训和修理等专业的全方位服务，杭叉赛维思的成立将进一步整合公司海外子公司以及海外代理资源，提升对全球用户需求的响应速度。

图76 公司后市场服务体系



资料来源：公司微信公众号，HTI

图77 杭叉赛维思多元化整机配件及解决方案



资料来源：杭叉赛维思官网，HTI

高机领域：沉淀近20年，子公司获国际龙头技术加持。2006年，公司与越野物料搬运设备领域的国际龙头曼尼通合资成立杭州曼尼通子公司，融合曼尼通品牌影响力、技术和工艺方面的优势以及公司的生产制造优势，提升产品的市场竞争力。2019年，公司收购杭州曼尼通全部股权，更名为杭州高空设备，全面启动高空设备市场中杭叉品牌的复兴战略。当前，杭叉高空设备已拥有自行曲臂式、自行剪叉式、桅杆式等高空作业平台，产品作业高度从4—28米，产品通过德国TUV南德公司的欧洲CE安全认证。公司在自行式高空作业平台产品上起点高、起步早，迄今为止，产品已畅销全国，同时远销东南亚、中东、南美、欧洲等海外市场。

图78 杭叉高空设备已拥有自行曲臂式、自行剪叉式、桅杆式等高空作业平台



资料来源：杭叉高空设备官网，公司官网，HTI

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测：2024/2025 年归母净利润 20.61/22.74 亿元

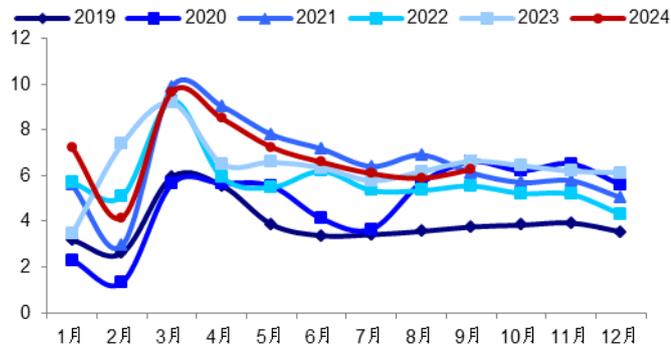
我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 168.33/188.23/203.10 亿元，同比增长 3.45%/11.83%/7.90%；实现归母净利润为 20.61/22.74/24.64 亿元，同比增长 19.79%/10.34%/8.38%。关键假设：

1) 行业情况：

①数量趋势：

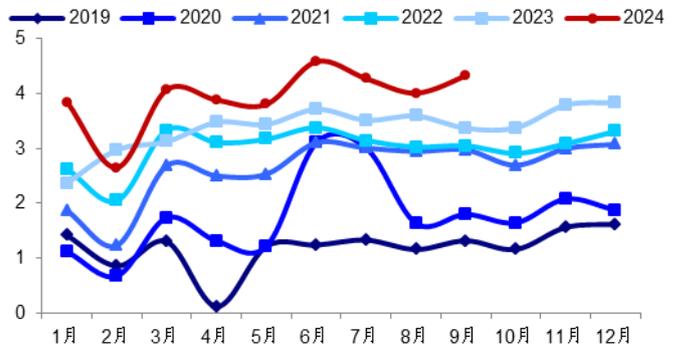
短期来看，三季度叉车行业销量有所分化，我们认为叉车行业销量或将维持内销承压、外销保持较快增长的格局。根据 Wind，2024 年 7/8/9 月销售各类叉车 10.37/9.89/10.60 万台，同比+11.52%/+1.26%/6.06%；其中，7/8/9 月国内销量分别为 6.10/5.88/6.28 万台，同比+5.36%/-4.73%/-5.32%；7/8/9 月出口销量分别为 4.27/4.01/4.32 万台，同比+21.65%/+11.56%/+28.46%。

图79 2019-2024 年叉车行业国内单月销量（万台）



资料来源：Wind, HTI

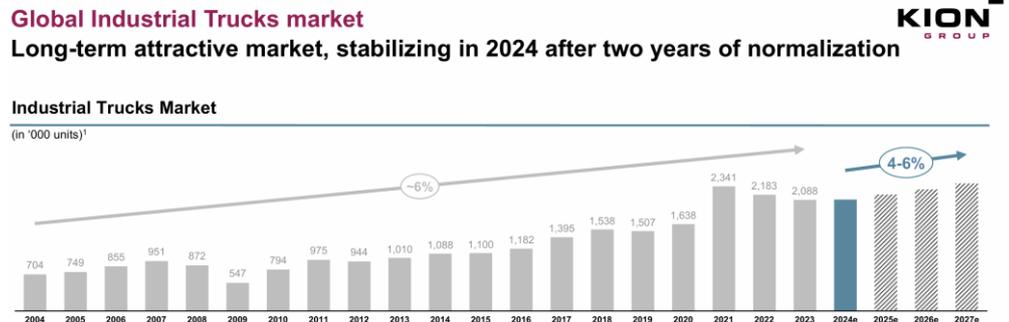
图80 2019-2024 年叉车行业出口单月销量（万台）



资料来源：Wind, HTI

中长期来看，我们认为，制造业从人工走向自动化是长期趋势，根据凯傲 Investor Presentation 预测，未来几年全球叉车市场将保持 4%-6% 的稳定增幅，我们预计国内市场仍将保持高于全球平均水平的增速，同时国产叉车经过不断迭代将在海外市场具备更明显的竞争优势，出口数量也将维持较高水平。

图81 凯傲预计全球叉车市场来几年保持 4%-6% 的增速



资料来源：凯傲财报, HTI

②价格趋势：电动化，尤其是锂电化的转型有望突出国产叉车的研发和制造优势，提升国产叉车盈利能力。我们认为，国产叉车继续维持性价比优势，价格保持相对平稳。

③新扩容因子：叉车保有量的上升将带来较大的后市场空间，智能物流仓储的发展将促进更多叉车制造商向 AGV 等智能叉车产品转型升级，当前我国叉车后市场及智能化发展仍相对薄弱，国产龙头的发展空间有望提升。

2) 公司情况：

①叉车、配件及其他业务：公司拥有完整的研发、生产及供应、销售及服务体系，规模效应是公司占据绝对市场份额、业绩穿越周期的关键因素。在智能化领域，公司已具备先发优势，2022-2023 年杭叉智能子公司订单、收入保持高增长。在后市场领域，公司累计的销量优势将转化为巨大的维保需求，租赁子公司有助于降低客户使用门槛，进一步释放终端采购需求。公司具备 40 万台叉车生产能力，数字化能力建设进一步加强供应链整合能力，我们看好公司业务规模持续提升。同时，上市以来公司坚持“两头强、中间精”的发展模式，中高端产品结构优化有望稳定公司的产品定价和盈利能力。我们预计，2024-2026 年，叉车及配件业务实现收入 165.89/185.79/200.66 亿元，同比增速为 +3.50%/+12.00%/+8.00%；实现毛利率 21.50%/21.00%/20.50%。

②其他业务：我们预计发展保持平稳，2024-2026 年收入同比增速为 0%/0%/0%，毛利率为 20%/20%/20%。

表 14 公司业务预测

项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (亿元)						
叉车及配件	134.52	136.62	160.28	165.89	185.79	200.66
其他业务	10.38	7.51	2.44	2.44	2.44	2.44
合计收入	144.90	144.12	162.72	168.33	188.23	203.10
收入增长率 (%)						
叉车及配件	19.54	1.56	17.32	3.50	12.00	8.00
其他业务	422.92	-27.66	-67.47	0.00	0.00	0.00
合计增长率	26.53	-0.53	12.90	3.45	11.83	7.90
分部毛利率 (%)						
叉车及配件	16.30	18.15	20.79	21.50	21.00	20.50
其他业务	5.38	11.10	20.27	20.00	20.00	20.00
合计毛利率	15.51	17.78	20.78	21.48	20.99	20.49

资料来源：公司 2021-2023 年年报，HTI

4.2 估值：合理市值区间为 268-309 亿元

考虑公司是国内领先的叉车制造商，我们选取安徽合力（叉车）、诺力股份（叉车）、为可比公司。可比公司 2024 年平均 PE 估值为 10.64 倍，我们给予公司 2024 年 15 倍 PE 估值，目标价 23.60 元/股（预计 2024 年公司 EPS 为 1.57 元），合理市值 309 亿元，给予“优于大市”评级。参考 PB 估值，按照我们的合理价值，公司 2024 年 PB 为 3.01 倍（2024 年可比公司 PB 1.78 倍）。公司、安徽合力、诺力股份 2023 年归母净利润同比增长率分别为 74.23%/40.89%/13.82%，ROE 分别为 23.09%/17.59%/18.26%；2024Q1-Q3 归母净利润同比增长率分别为 21.20%/11.63%/1.03%，ROE 分别为 17.16%/12.25%/13.13%，对比来看公司的业绩增长率和 ROE 更高，因此公司估值具备合理性。

表 15 可比公司估值 (2024/12/13)

公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	预估归母净利润 (亿元)		PE (倍)		PB (倍)	
			2024 年	2025 年	2024 年	2025 年	2024 年	2025 年
安徽合力	18.3	163.00	14.56	16.90	11.19	9.65	1.78	1.57
诺力股份	19.32	49.77	4.94	5.65	10.08	8.81	1.65	1.46
平均值			9.75	11.27	10.64	9.23	1.72	1.52

资料来源: Wind, HTI

注: 可比公司 2024、2025 年归母净利润来自 wind 一致预测。

表 16 可比公司归母净利润同比增长率及 ROE

证券代码	公司名称	归母净利润同比增长率				ROE			
		2021 年	2022 年	2023 年	2024Q1-Q3	2021 年	2022 年	2023 年	2024Q1-Q3
603298.SH	杭叉集团	8.42%	8.73%	74.23%	21.20%	17.27%	16.63%	23.09%	17.16%
600761.SH	安徽合力	-13.40%	42.62%	40.89%	11.63%	11.27%	14.37%	17.59%	12.25%
603611.SH	诺力股份	23.85%	33.97%	13.82%	1.03%	15.27%	18.23%	18.26%	13.13%

资料来源: Wind, HTI

5. 风险提示: 业绩不达盈利预测的风险、竞争加剧等

我们认为, 公司主要有以下经营风险: 公司业绩不达盈利预测的风险; 公司海外市场拓展不及预期; 公司新能源叉车迭代速度不及预期; 制造业景气修复不及预期; 原材料价格波动风险; 汇率波动风险; 行业竞争加剧等。具体来看:

公司层面风险:

1) 公司业绩不达盈利预测的风险: 我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 168.33/188.23/203.10 亿元, 同比增长 3.45%/11.83%/7.90%; 实现归母净利润为 20.61/22.74/24.64 亿元, 同比增长 19.79%/10.34%/8.38%。如果出现业募投资项目扩产不顺、下游景气低迷等情况, 或将导致公司最终业绩不达预期, 存在估值下修等风险。我们对公司的敏感性测算结果见表 17-18。

表 17 公司收入增速预测敏感性分析

项目	2023	2024E	2025E	2026E
预期收入 (亿元)	162.72	168.33	188.23	203.10
yoy	12.90%	3.45%	11.83%	7.90%
小幅低于预期收入 (亿元)	162.72	165.12	178.14	188.68
yoy	12.90%	1.48%	7.88%	5.92%
大幅低于预期收入 (亿元)	162.72	161.12	169.05	177.38
yoy	12.90%	-0.98%	4.92%	4.93%
极端情况预期收入 (亿元)	162.72	154.70	150.14	148.66
yoy	12.90%	-4.92%	-2.95%	-0.98%

资料来源: Wind, HTI

表 18 公司归母净利润增速预测敏感性分析

项目	2023	2024E	2025E	2026E
预期归母净利润 (亿元)	17.20	20.61	22.74	24.64
YOY	74.23%	19.79%	10.34%	8.38%
小幅低于预期归母净利润 (亿元)	17.20	18.51	20.54	21.42
YOY	74.23%	7.61%	10.97%	4.28%
大幅低于预期归母净利润 (亿元)	17.20	17.41	18.13	18.69
YOY	74.23%	1.21%	4.10%	3.11%
极端情况预期归母净利润 (亿元)	17.20	16.73	16.13	15.72
YOY	74.23%	-2.77%	-3.56%	-2.54%

资料来源: Wind, HTI

2) 公司海外市场拓展不及预期: 海外市场的拓展是公司主要增长点之一, 如果公司出海过程不顺利, 则会影响全球化战略, 并可能会带来较大的损失。

3) 公司新能源产品研发进度不及预期: 公司市场开拓、业务增长的必要条件之一是新能源产品研发进度可以支撑, 如果新品投放速度低于预期, 对公司出货及收入确认均会产生不利影响。

下游行业风险:

1) 制造业景气修复不及预期: 叉车作为通用品与宏观经济发展相关度较高, 如果制造业景气修复趋势无法延续, 将影响下游对叉车采购需求。

2) 原材料价格波动风险: 钢材、铝材作为大宗商品, 其价格主要受国际宏观形势影响, 如果原材料价格波动过大, 将对叉车制造业以及公司的毛利率产生不利影响。

3) 汇率波动风险: 人民币升值将影响国内制造业产品出口, 同时如果汇率波动较大, 将对公司汇兑收益产生较大影响。

4) 行业竞争加剧: 如果行业有较多新竞争者涌入行业, 以及在下游较不景气的环境下厂商为了获取更多订单而进行价格竞争, 则会对公司形成较大的竞争压力。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	16272	16833	18823	20310
每股收益	1.31	1.57	1.74	1.88	营业成本	12890	13217	14873	16147
每股净资产	9.21	7.83	9.19	10.61	毛利率%	20.8%	21.5%	21.0%	20.5%
每股经营现金流	1.73	0.53	1.82	2.03	营业税金及附加	64	66	74	80
每股股利	0.50	0.32	0.38	0.46	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	596	606	668	711
P/E	13.83	11.55	10.47	9.66	营业费用率%	3.7%	3.6%	3.6%	3.5%
P/B	1.97	2.32	1.98	1.71	管理费用	341	362	395	406
P/S	1.04	1.41	1.26	1.17	管理费用率%	2.1%	2.2%	2.1%	2.0%
EV/EBITDA	10.05	7.55	6.30	5.28	EBIT	1728	2425	2668	2870
股息率%	2.8%	1.8%	2.1%	2.5%	财务费用	-84	-30	-41	-65
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
毛利率	20.8%	21.5%	21.0%	20.5%	资产减值损失	-11	-20	-19	-13
净利润率	10.6%	12.2%	12.1%	12.1%	投资收益	278	454	508	548
净资产收益率	20.0%	20.1%	18.9%	17.7%	营业利润	2092	2454	2708	2935
资产回报率	12.4%	13.4%	12.9%	12.4%	营业外收支	1	1	1	1
投资回报率	14.8%	18.2%	17.4%	16.3%	利润总额	2093	2455	2709	2935
盈利增长 (%)					EBITDA	2040	2783	3078	3333
营业收入增长率	12.9%	3.4%	11.8%	7.9%	所得税	258	258	284	308
EBIT 增长率	60.4%	40.3%	10.0%	7.6%	有效所得税率%	12.3%	10.5%	10.5%	10.5%
净利润增长率	74.2%	19.8%	10.3%	8.4%	少数股东损益	114	136	150	163
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1720	2061	2274	2464
资产负债率	33.4%	28.3%	26.5%	24.8%					
流动比率	1.95	2.39	2.67	2.96	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	1.28	1.65	1.90	2.18	货币资金	3775	3683	5201	6945
现金比率	0.84	0.89	1.18	1.50	应收账款及应收票据	1631	2747	2749	2668
经营效率指标					存货	2185	2182	2438	2637
应收账款周转天数	33.29	46.32	52.03	47.47	其它流动资产	1186	1240	1354	1441
存货周转天数	56.74	59.47	55.91	56.57	流动资产合计	8777	9852	11742	13690
总资产周转率	1.27	1.15	1.14	1.08	长期股权投资	1982	2082	2182	2282
固定资产周转率	9.25	7.95	7.69	7.54	固定资产	1927	2309	2584	2803
					在建工程	425	213	106	53
					无形资产	369	434	474	514
					非流动资产合计	5117	5528	5885	6242
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	资产总计	13894	15380	17627	19932
净利润	1720	2061	2274	2464	短期借款	898	348	198	98
少数股东损益	114	136	150	163	应付票据及应付账款	2554	2386	2685	2916
非现金支出	357	470	505	504	预收账款	1	2	2	2
非经营收益	-323	-501	-505	-550	其它流动负债	1058	1385	1508	1606
营运资金变动	-246	-1474	-41	82	流动负债合计	4511	4121	4393	4621
经营活动现金流	1622	692	2383	2663	长期借款	0	0	0	0
资产	-573	-619	-644	-693	其它长期负债	132	231	281	331
投资	95	-115	-115	-115	非流动负债合计	132	231	281	331
其他	-17	442	503	543	负债总计	4643	4352	4674	4952
投资活动现金流	-496	-292	-256	-265	实收资本	936	1310	1310	1310
债权募资	79	-100	-100	-50	归属于母公司所有者权益	8620	10261	12035	13900
股权募资	32	16	0	0	少数股东权益	631	767	918	1081
其他	-568	-397	-509	-605	负债和所有者权益合计	13894	15380	17627	19932
融资活动现金流	-457	-481	-609	-655					
现金净流量	737	-92	1518	1743					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2023), HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

The company is a leading private forklift manufacturer in China with clear strategic planning and stable performance. It has been in the forklift industry for over 70 years, ranking among the top two in domestic sales. In 2011, the company introduced Juxing Holdings, forming a stable equity structure with private enterprise control, state-owned capital participation, and management shareholding. Since its listing in 2016, the company has expanded internationally, focusing on electrification, intelligence, and aftermarket, maintaining stable performance. In 2023/2024 Q1-3, the company achieved revenue of RMB 16.27/12.73 billion, up 12.90%/1.55% YoY, and net profit attributable to shareholders of RMB 1.72/1.57 billion, up 74.23%/21.20% YoY. Forklifts: Steady growth with the global market expected to reach RMB 200 billion by 2027, offering structural opportunities through international expansion and electrification, and new space in aftermarket and intelligence. 1) Growth: Forklifts have broad applications and benefit from rapid domestic economic growth, logistics rise, exports, and automation trends. 2) Electrification: Electric forklifts, especially lithium battery ones, have advantages in environmental protection, performance, and cost, with domestic industry chain advantages enhancing competitiveness. 3) Market space: The global forklift market is expected to reach RMB 210.2 billion by 2027, with the domestic market at RMB 52.5 billion and overseas at RMB 157.7 billion, making global expansion inevitable for domestic brands. 4) Competitive landscape: Foreign manufacturers have a first-mover advantage, but domestic leaders are capturing overseas markets with cost-effectiveness and delivery advantages. 5) Long-term growth: Compared to overseas leaders, Chinese forklift companies mainly rely on new vehicle sales, with low aftermarket and intelligent logistics solutions, offering significant growth potential as business models expand. Company: Accelerating international and electrification layout, with aftermarket and intelligence expected to open new growth space. The company adheres to a “strong at both ends, refined in the middle” development model, with supply chain and scale advantages. It proactively lays out the new energy industry chain, establishing comprehensive leading advantages in performance, product range, supply chain, and brand effect through self-research and industry collaboration, and accelerates overseas sales network expansion, enhancing cost-effectiveness and delivery advantages, improving market share and profitability. The company actively develops forklift aftermarket and intelligence business, entering the intelligent AGV sector first, forming a clear business structure in intelligent logistics, with rapid growth in orders and revenue. It also improves leasing and parts sales, strengthening global competitiveness through subsidiaries. Additionally, the company has some layout in high machine business, with certain development potential in the future. Profit Forecast and Valuation: We expect the company to achieve revenue of RMB 16.83/18.82/20.31 billion in 2024/2025/2026, up 3.45%/11.83%/7.90% YoY, and net profit attributable to shareholders of RMB 2.06/2.27/2.46 billion, up 19.79%/10.34%/8.38% YoY. We give a 15x PE valuation for 2024, with a target price of RMB 23.60 per share and a reasonable market capitalization of RMB 30.9 billion, giving an “Outperform” rating. Compared to peer company PB valuation (1.78x), the company’s 2024 PB is 3.01x, indicating reasonable valuation.

Risk Warning: Risks of the company not meeting profit forecasts; weaker than expected overseas market expansion; slower than expected new energy product development; weaker than expected manufacturing recovery; raw material price fluctuations; exchange rate fluctuations; intensified industry competition.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，赵玥炜，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuewei Zhao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，赵靖博，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Jingbo Zhao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，王坤阳，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kunyang Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform,

评级分布 Rating Distribution

Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

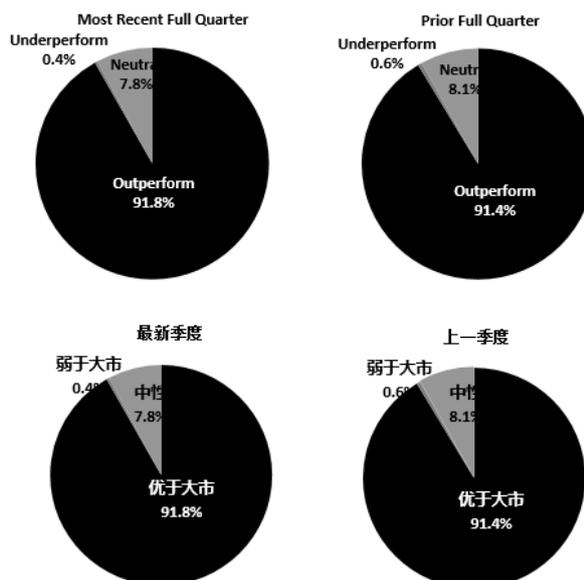
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

Ratings Distribution



截至 2024 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动 (从事证券交易) 的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (以下简称“SFO”) 所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」 (“Major U.S. Institutional Investor”) 和「机构投资者」 (“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJK 直接进行买卖证券或相

关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国 (下称“中国”, 就本报告目的而言, 不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾) 只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规, 该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定, 在取得中国政府所有的批准或许可之前, 任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施, 该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商, 位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大, 该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点, 任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时, 每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问, 可 (a) 提供关于证券, 集体投资计划的部分, 交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题, 本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构 (根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)) 第 61 (1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons.

Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Hangcha Group - 603298 CH



1. 6 Sep 2024 OUTPERFORM at 17.31 target 22.01.
2. 19 Sep 2024 OUTPERFORM at 18.55 target 22.01.
3. 25 Oct 2024 OUTPERFORM at 17.62 target 23.18.