

杭叉集团 (603298.SH)

60 余年锐意进取，跻身世界叉车强者之列

国内民营叉车龙头厂商，行业内新能源系列产品最齐全制造商之一。公司创立于1956年，自1974年开始专注于叉车的研发、制造和销售，近年来在新能源工业车辆持续高研发投入，公司在“三电”核心技术方面处于行业领先，在AGV和自动叉车方面行业第一，构筑了强劲的市场竞争壁垒。在行业中率先发布了1.5-48t平衡重式高压锂电叉车、20-60t锂电牵引车、集装箱正面吊和空箱堆高机等全系列高压锂电车型，还在行业内率先推出了氢燃料电池专用叉车、高压锂电越野叉车和堆垛车等行业首创新能源产品，0.6-48t全系列产品均实现新能源化。据美国《MMH现代物料搬运杂志》，公司营业收入位列世界第8位。

从商业模式角度来看，公司在当前叉车行业正在经历的两个阶段都有强劲优势：

第一阶段赚卖设备的钱：我们预计叉车行业正处于新一轮上行周期中，近10年来锂电化带动国产叉车增速快于全球叉车市场增速；目前全球电动叉车锂电化率占比仍在30-40%，预计远期将达60-80%，全球锂电叉车份额仍在快速提升；此外，当前中国已经进入人口负增长时代，机器替代人趋势不停；预计全球2026年叉车市场空间超2千亿元，国内市场超7百亿元。公司锂电产品兼具性能优势与成本优势，有望充分受益。

第二阶段赚后市场的钱：预计2024年全球叉车保有量达1529.24万辆，国内保有量达688.10万辆，售后维保与配件销售空间巨大。后市场中占比最高的是租赁市场，公司每年租赁服务占营收的比重相比国际叉车龙头仍存在较大的距离，近年来公司不断强化后市场建设，在租赁市场具备品牌、服务、人才和产品等多方面优势，后市场业务成为公司业绩重要的新增长点。

盈利预测与投资建议：预计公司2024-2026年营业收入分别为174.81/193.59/218.57亿元，yoy分别为7.4%/10.7%/12.9%；归母净利润为20.07/23.18/26.93亿元，yoy分别为16.7%/15.5%/16.2%；当前股价对应2025年PE为10.4x。考虑到近3年叉车行业仍处于上行周期，公司规模效应明显，未来业绩依靠设备制造和后市场服务双轮驱动，看好公司未来长期发展，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业空间测算风险，行业竞争格局加剧风险，样本误差风险，宏观经济风险，研发不及预期风险，测算误差风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,412	16,272	17,481	19,359	21,857
增长率 yoy (%)	-0.5	12.9	7.4	10.7	12.9
归母净利润(百万元)	987	1,720	2,007	2,318	2,693
增长率 yoy (%)	8.7	74.2	16.7	15.5	16.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.75	1.31	1.53	1.77	2.06
净资产收益率(%)	15.8	19.8	19.9	19.4	19.1
P/E(倍)	24.3	13.9	12.0	10.4	8.9
P/B(倍)	3.9	2.8	2.4	2.0	1.7

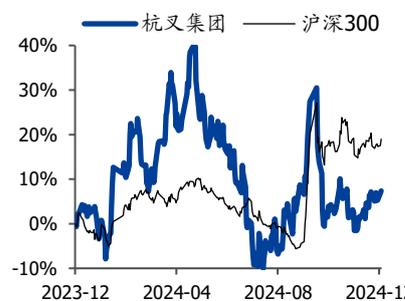
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2024年12月24日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	工程机械
12月24日收盘价(元)	18.32
总市值(百万元)	23,995.76
总股本(百万股)	1,309.81
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	9.84

股价走势



作者

分析师 张一鸣

执业证书编号：S0680522070009

邮箱：zhangyiming@gszq.com

分析师 何鲁丽

执业证书编号：S0680523070003

邮箱：heluli3652@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7584	8777	9827	11996	13792
现金	3040	3775	4792	6043	7491
应收票据及应收账款	1423	1631	1650	1984	2119
其他应收款	150	153	173	188	219
预付账款	537	495	614	614	772
存货	1879	2185	2060	2629	2651
其他流动资产	555	538	538	538	538
非流动资产	4109	5117	5563	6065	6619
长期投资	1678	1982	2488	2993	3501
固定资产	1593	1927	1933	1970	2031
无形资产	309	369	376	385	398
其他非流动资产	528	839	766	717	689
资产总计	11693	13894	15390	18061	20410
流动负债	3729	4511	4302	5021	5014
短期借款	824	898	898	898	898
应付票据及应付账款	2167	2554	2378	3071	3065
其他流动负债	738	1059	1026	1053	1051
非流动负债	1154	132	121	121	130
长期借款	1026	0	-11	-12	-2
其他非流动负债	128	132	132	132	132
负债合计	4883	4643	4424	5142	5145
少数股东权益	531	631	807	1000	1218
股本	866	936	1310	1310	1310
资本公积	732	1790	1415	1415	1415
留存收益	4557	5903	7312	8970	10922
归属母公司股东权益	6279	8620	10159	11920	14048
负债和股东权益	11693	13894	15390	18061	20410

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	625	1622	1921	2269	2494
净利润	1073	1835	2183	2510	2911
折旧摊销	230	284	242	272	309
财务费用	-12	-84	-78	-113	-174
投资损失	-102	-278	-206	-201	-197
营运资金变动	-697	-266	-218	-199	-356
其他经营现金流	132	131	-2	0	1
投资活动现金流	100	-496	-480	-574	-666
资本支出	264	595	-59	-3	45
长期投资	363	102	-505	-505	-508
其他投资现金流	727	202	-1045	-1082	-1129
筹资活动现金流	-62	-457	-424	-444	-379
短期借款	301	74	0	0	0
长期借款	51	-1026	-11	-1	10
普通股增加	0	69	374	0	0
资本公积增加	5	1058	-374	0	0
其他筹资现金流	-419	-633	-413	-444	-389
现金净增加额	701	737	1016	1251	1449

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14412	16272	17481	19359	21857
营业成本	11850	12890	13465	14875	16750
营业税金及附加	58	64	69	73	86
营业费用	452	596	699	736	787
管理费用	321	341	402	426	481
研发费用	658	731	769	842	951
财务费用	-12	-84	-78	-113	-174
资产减值损失	-4	-11	0	0	0
其他收益	44	120	60	66	72
公允价值变动收益	-14	0	-2	-5	-5
投资净收益	102	278	206	201	197
资产处置收益	3	5	4	4	4
营业利润	1180	2092	2422	2786	3244
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	1	1	2	2	1
利润总额	1180	2093	2422	2787	3245
所得税	106	258	239	276	334
净利润	1073	1835	2183	2510	2911
少数股东损益	86	114	176	192	218
归属母公司净利润	987	1720	2007	2318	2693
EBITDA	1436	2318	2589	2950	3404
EPS (元)	0.75	1.31	1.53	1.77	2.06

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-0.5	12.9	7.4	10.7	12.9
营业利润(%)	8.8	77.4	15.8	15.1	16.4
归属于母公司净利润(%)	8.7	74.2	16.7	15.5	16.2
获利能力					
毛利率(%)	17.8	20.8	23.0	23.2	23.4
净利率(%)	6.9	10.6	11.5	12.0	12.3
ROE(%)	15.8	19.8	19.9	19.4	19.1
ROIC(%)	13.3	18.4	18.9	18.6	18.4
偿债能力					
资产负债率(%)	41.8	33.4	28.7	28.5	25.2
净负债比率(%)	-15.9	-29.4	-34.4	-38.9	-42.3
流动比率	2.0	1.9	2.3	2.4	2.8
速动比率	1.3	1.2	1.5	1.6	2.0
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
应收账款周转率	11.4	10.7	10.7	10.7	10.7
应付账款周转率	5.4	5.5	5.5	5.5	5.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	1.31	1.53	1.77	2.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	1.24	1.47	1.73	1.90
每股净资产(最新摊薄)	4.66	6.58	7.76	9.10	10.73
估值比率					
P/E	24.3	13.9	12.0	10.4	8.9
P/B	3.9	2.8	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	16.2	9.5	8.1	6.8	5.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 12 月 24 日收盘价

内容目录

1. 公司概况：全球化叉车制造厂商，稳健经营 60 余年	5
1.1 国内叉车行业领军者产品矩阵完善，国际化战略成效初显	5
1.2 公司业绩持续稳健增长，规模效应彰显优秀运营能力	9
2. 第一阶段：赚卖设备的钱，锂电叉车渗透率仍在快速提升	12
2.1 工业化需求+政治事件驱动行业发展，叉车下游应用广泛	12
2.2 国产叉车销量增速高于全球，行业景气度仍处于上行周期	15
2.3 全球叉车市场空间 2026 年预计达 2045 亿元，国产厂商仍大有可为	17
2.4 国内锂电叉车优势明显，内燃和铅酸叉车可替代空间巨大	20
2.5 设备更新周期进入大空间时代，未来叉车替代人力趋势不停	23
3 第二阶段：设备销售成熟阶段，赚租赁等后市场的钱	25
3.1 租赁市场占后市场比重最大，目前渗透率仍然较低	25
4 “锂电化提升+国际化+后市场”打开公司成长天花板	28
4.1 公司锂电产品布局市场领先，出海战略成效初显	28
4.2 海外业务呈欣欣向荣之势，后市场业务为公司培育新增长点	31
4.3 横向拓展如 AGV 等产品品类，打造未来智能工业车辆企业	32
5 盈利预测与投资建议	35
风险提示	36

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构图（截止 2024 年半年报）	6
图表 3: 公司核心管理人员背景	7
图表 4: 公司产品矩阵丰富	8
图表 5: 滚筒式 AGV 产线配送	8
图表 6: 装配式 AGV	8
图表 7: 公司全球销售网络	9
图表 8: 公司营业收入	10
图表 9: 公司归母净利润	10
图表 10: 公司海外营收及占比	10
图表 11: 公司毛利率、净利率	10
图表 12: 公司费率情况	11
图表 13: 公司 ROE、存货周转率及应收账款周转率	11
图表 14: 世界叉车发展历程	12
图表 15: 叉车的分类	13
图表 16: 叉车主要应用领域	13
图表 17: 2023 年中国叉车下游行业应用（剔除三类车）	13
图表 18: 全球叉车销量与经济增速的关系	14
图表 19: 中国叉车销量与经济增速的关系	14
图表 20: 中国叉车销量与制造业 PMI 的关系	14
图表 21: 中国叉车销量与物流行业景气度的关系	14
图表 22: 2023 年全球叉车销量（按车型）	15
图表 23: 2023 年全球叉车销量（按区域）	15
图表 24: 全球叉车销量分类占比	15
图表 25: 2023 年全球各区域叉车销量分类占比	15
图表 26: 全球叉车销量数据	16
图表 27: 中国叉车销量数据	16
图表 28: 中国叉车销量结构复盘	16
图表 29: 2015-2023 年各区域叉车销量 CAGR	17
图表 30: 2015-2023 年中国叉车销量占全球比重	17
图表 31: 全球/国内叉车市场空间测算	18
图表 32: 全球前十大叉车企业营收	19

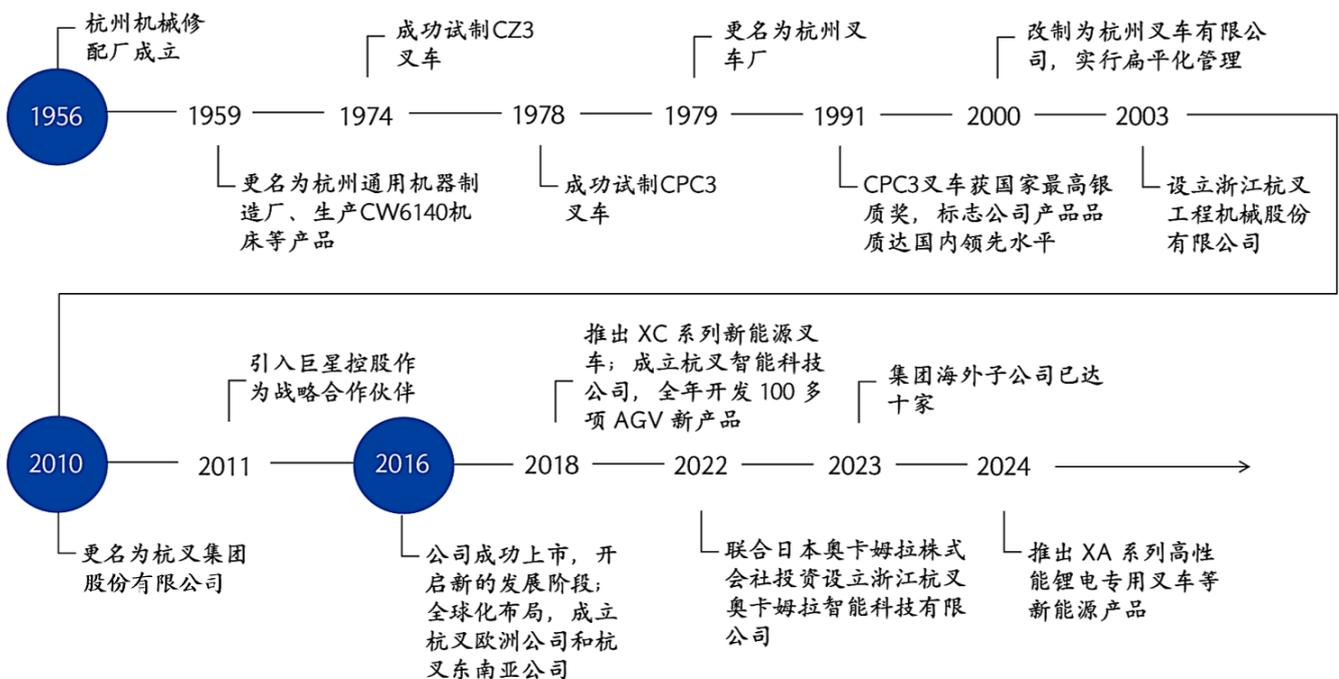
图表 33:	2023 年全球各家叉车厂商销量份额 (仅部分)	19
图表 34:	2023 年国内各家叉车厂商销量份额 (仅部分)	19
图表 35:	我国叉车市场外企销量份额	20
图表 36:	我国叉车出口结构	20
图表 37:	内燃叉车和锂电电池叉车经济性对比	20
图表 38:	锂电电池叉车和铅酸电池叉车经济性对比	21
图表 39:	全球动和内燃叉车销量占比情况	21
图表 40:	国内电动和内燃叉车销量占比情况	21
图表 41:	全球和国内叉车电动化情况	22
图表 42:	2023 年各区域叉车电动化情况	22
图表 43:	全球电动叉车内部格局	22
图表 44:	美国电动叉车中锂电叉车占比	22
图表 45:	国内电动化叉车中锂电叉车占比	23
图表 46:	全球叉车保有量 (万辆)	23
图表 47:	国内叉车保有量 (万辆)	23
图表 48:	我国城镇私营/非私营单位就业人员年均工资	24
图表 49:	国内人口净增长与国内叉车销量的关系	24
图表 50:	中国场内物流设备解决方案市场规模 (十亿元)	25
图表 51:	叉车租赁公司直租模式	26
图表 52:	叉车租赁公司售后回租模式	26
图表 53:	中国叉车租赁市场规模	26
图表 54:	全球叉车租赁市场规模	26
图表 55:	2022 年全球叉车租赁行业区域分布情况	27
图表 56:	2022 年中国叉车租赁行业区域分布情况	27
图表 57:	杭叉集团租赁收入及占比	27
图表 58:	丰田集团租赁收入及占比	27
图表 59:	叉车行业进入壁垒	28
图表 60:	公司锂电化产品进程	29
图表 61:	公司部分锂电产品	29
图表 62:	公司锂电池的安全设计方案	30
图表 63:	公司锂电池出厂前进行的测试和验证	30
图表 64:	公司的后市场布局	31
图表 65:	公司在租赁市场的优势	31
图表 66:	公司在欧洲的产品中心	32
图表 67:	公司国内外旗舰店	32
图表 68:	公司在国内的网点铺设	32
图表 69:	公司国内外旗舰店	32
图表 70:	自动化立体仓库+自动分拣	33
图表 71:	AGV 自动避障	33
图表 72:	公司 XC 系列 2-3.5 吨氢燃料电池叉车	33
图表 73:	公司 X 系列 35-60 吨电动牵引车	33
图表 74:	公司 B1350 驾驶式扫地车	34
图表 75:	公司全地形越野剪叉式高空作业平台	34
图表 76:	公司盈利预测	35
图表 77:	可比公司估值情况 (股价选取 2024 年 12 月 24 日收盘价)	35

1. 公司概况：全球化叉车制造厂商，稳健经营 60 余年

1.1 国内叉车行业领军者产品矩阵完善，国际化战略成效初显

历经数十载，从杭州机械修配厂到世界叉车行业翘楚。杭叉集团股份有限公司成立于 1956 年，最初专注于机械修理；1974 年，公司在叉车领域取得重大进展，成功研发 CZ3 叉车，并在 1978 年实现量产，同年 CPC3 叉车的成功试制，并于 1991 年获得国家银质奖，标志着公司产品达到国内领先水平；1979 年，公司正式转型为专业叉车制造商，更名为杭州叉车厂；2003 年，改制为浙江杭叉工程机械股份有限公司；2010 年，更名为杭叉集团股份有限公司，2011 年引入巨星控股作为战略合作伙伴；2016 年，公司在主板成功上市，代码为 603298。公司产品总销量及出口量十多年来持续位列国内行业前茅，据美国《MMH 现代物料搬运杂志》对全球叉车企业按营业收入排名，杭叉集团位列世界第 8 位。

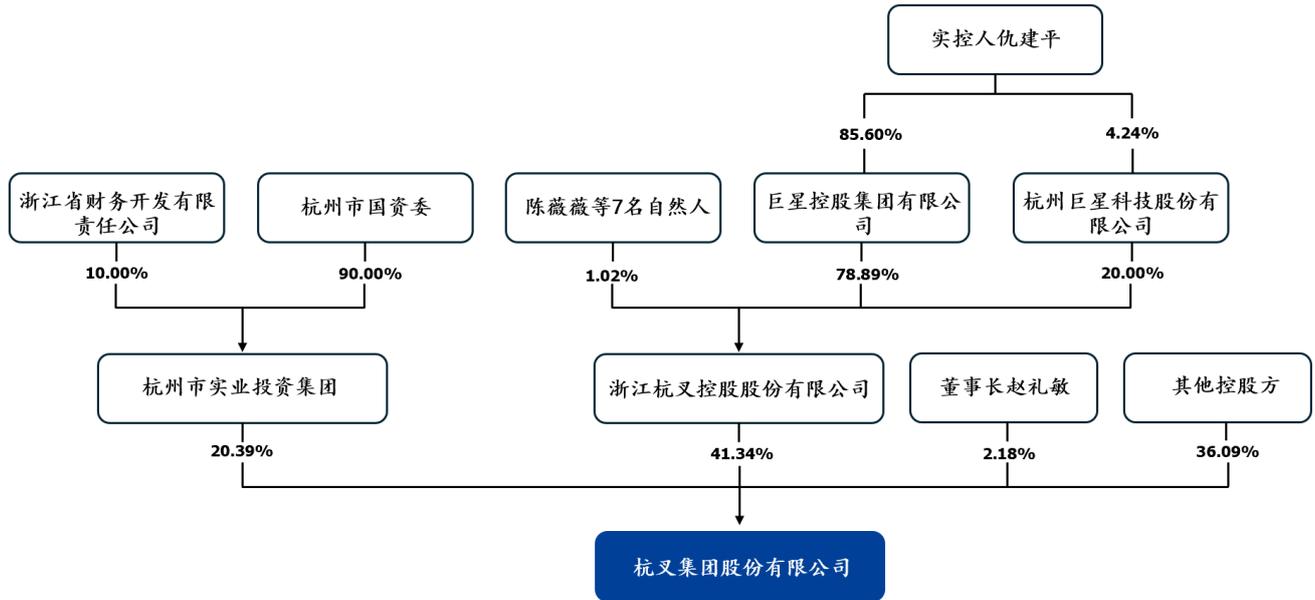
图表1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司年报，公司半年报，国盛证券研究所

公司股权结构稳定，控股股东是杭叉控股股份有限公司，仇建平先生是实际控制人。截止 2024 年半年报，公司第一大股东是杭叉控股股份有限公司，持有股份占比 41.34%，公司的实际控制人仇建平先生通过巨星控股集团和巨星科技股份有限公司间接控股 30.96%；公司的第二大股东是杭州市国资委控股 90% 的杭州市实业投资集团有限公司，其持股比例为 20.39%；总经理赵礼敏先生等其他股东共同持有 38.27% 的股份，前十大股东累计持股 72.49%，持股集中度高，股权结构稳定和集中有利于公司针对市场快速做出高效反应，保持公司内外高效的产品全价值链服务。

图表2: 公司股权结构图 (截止 2024 年半年报)



资料来源: Wind, iFind, 同花顺, 国盛证券研究所

公司核心管理层稳定，人才团队兼具技术、管理、经济多方面优势。截止 2024 年半年报，公司核心管理人员中多位都是一直供职于杭叉集团的元老级人物，董事长赵礼敏先生历任杭叉总厂调度副主任、分厂厂长、制造部部长、副总经理等；副董事长卢洪波先生供职于多类企业，具备多行业管理经验；董事仇建平先生持续供职于巨星科技集团；总工程师徐征宇先生和总助、董事会秘书陈赛民先生均在研发、管理上有丰富经验，公司核心管理团队充分体现了杭叉人的精神。前事不忘，后事之师，在优秀的管理团队带领下，公司有望持续攀登高峰。

图表3: 公司核心管理人员背景

高管姓名	现任职务	直接持股	间接持股	背景介绍
赵礼敏	董事长兼总经理	2.18%	无	1956 年 10 月出生，中国国籍，中共党员，正高级经济师。历任杭州叉车总厂调度室副主任、分厂厂长、制造部部长、副总经理；2000 年 4 月至 2003 年 5 月，任杭州叉车有限公司总经理；2003 年 6 月至 2008 年 12 月，任公司总经理；2008 年 12 月至今，任公司董事长兼总经理，2018 年 5 月起任公司党委书记；现任公司党委书记、董事长兼总经理。
卢洪波	副董事长	无	无	1976 年 10 月出生，中国国籍，中共党员，研究生学历，理学硕士，高级经济师。先后供职于上海三晶光电医疗器械有限公司、上海飞乐股份有限公司、杭州城投资产管理集团有限公司、杭州市居住区发展中心有限公司等；2018 年 9 月至今，任杭实资产管理(杭州)有限公司党支部书记、董事长、总经理；2020 年 6 月任中策橡胶集团股份有限公司董事；2020 年 9 月至今，任公司副董事长。
仇建平	董事	无	30.96%	1962 年 1 月出生，中国国籍，研究生学历，工学硕士。2008 年 7 月至今，一直供职于杭州巨星科技股份有限公司、巨星控股集团有限公司和浙江杭叉控股股份有限公司、浙江国自机器人技术股份有限公司等。2011 年 3 月起至今任公司董事。
徐征宇	董事、总工程师	0.27%	无	1970 年 10 月出生，中国国籍，中共党员、公司党委委员，本科学历，正高级工程师，享受国务院政府特殊津贴。1992 年 7 月今，持续供职于杭州叉车有限公司；2003 年 6 月至今，历任公司研究所副所长、所长、副总设计师、副总工程师、总工程师，兼任河南嘉晨智能控制股份有限公司董事，2019 年 9 月起至今任公司董事、总工程师。
陈赛民	总经理助理、董秘	0.46%	无	1966 年 6 月出生，中国国籍，中共党员、公司党委委员，大学本科，高级工程师，高级经济师。1987 年 7 月至 2000 年 3 月，历任杭州叉车总厂销售部销售员、研究所研发设计员、助理工程师、康力属具销售经理；2000 年 10 月至 2003 年 5 月，先后担任康力属具销售经理、总经理、执行董事；2003 年 6 月至今历任杭州杭叉康力叉车属具有限公司执行董事兼总经理、公司总经理助理、总工程师、董事会秘书，兼任杭州杭叉康力叉车属具有限公司等子公司执行董事、董事；现任公司总经理助理、董事会秘书。

资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

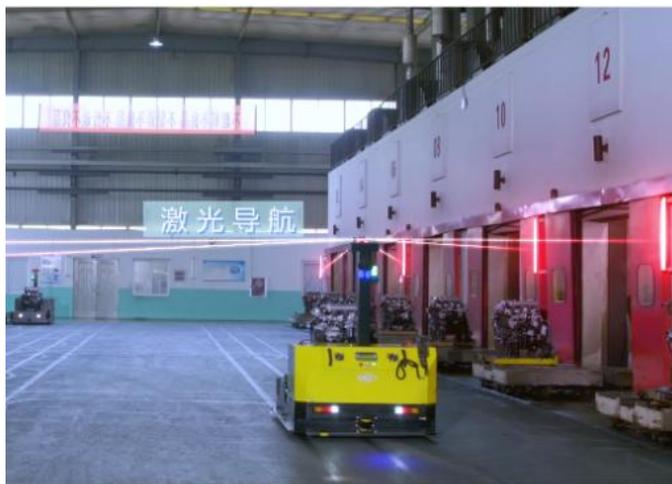
公司产品矩阵丰富，新能源战略为公司长期增长蓄力。公司的产品主要包括 1.5-48 吨平衡重式高压锂电叉车、20-60 吨锂电牵引车、集装箱正面吊、空箱堆高机、牵引车、搬运车、堆垛车、越野叉车、高空作业车辆、强夯机等，以及多款 AGV 智能工业车辆，规格品种超过万种。公司不仅提供多样化的产品，还为客户提供智能物流整体解决方案以及包括产品配件销售、修理、租赁、再制造等在内的工业车辆后市场业务。此外，公司新能源工业车辆的三电核心技术处于行业领先，公司在行业内率先推出了 1.5-48t 平衡重式高压锂电叉车、20-60t 锂电牵引车、锂电专用前移式叉车、氢燃料电池专用叉车等新能源产品，新产品型号快速拓展，为公司构筑起强劲的市场竞争护城河。

图表4: 公司产品矩阵丰富



资料来源: 公司半年报, 国盛证券研究所

图表5: 滚筒式 AGV 产线配送



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表6: 装配式 AGV



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

集团以国内为中枢，构建全球营销网络，国际化战略成效初显。公司在国内外市场设立了70余家直属销售公司及600余家授权经销商和特许经销店，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。公司率先在行业内打造了60余个国内区域性营销服务中心，巩固了国内市场。在欧洲、北美、南美、东南亚、大洋洲等成立了10余家海外销售型公司、配件服务中心，形成由“杭叉总部-海外公司-代理商”组成的三级服务网络，壮大自营渠道，实现自有营销服务网络在全球重要工业车辆产品市场全覆盖，积极拓展海外市场的租赁业务，形成了“产品+服务+整体解决方案”的价值链体系。

图表7: 公司全球销售网络

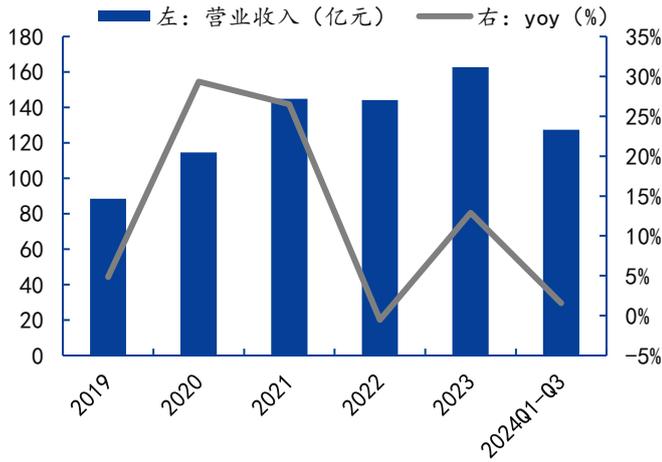


资料来源: 公司半年报, 国盛证券研究所

1.2 公司业绩持续稳健增长，规模效应彰显优秀运营能力

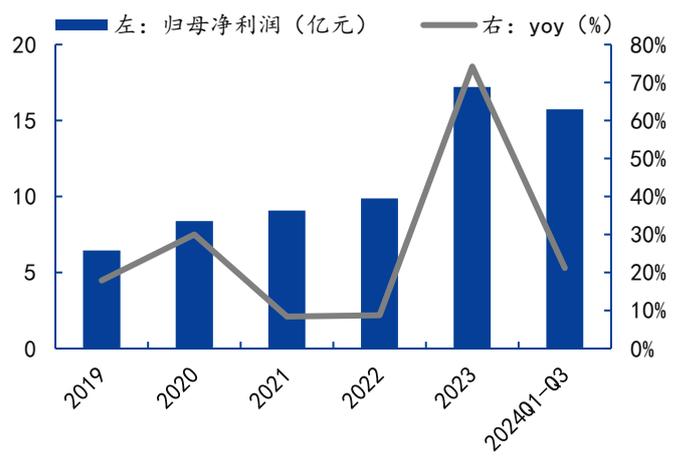
公司营业收入稳健增长，利润端高速增长主要系公司规模效应显现。公司营业收入持续稳健增长，公司2019年营业收入为88.54亿元，同比增速为4.87%；2023年公司营业收入为162.72亿元，同比增速为12.90%。公司2019年归母净利润为6.45亿元，同比增速为17.94%；2023年归母净利润为17.20亿元，同比增速74.23%。近几年营业收入持续稳健增长主要归功于公司在面对复杂多变的经济大环境时持续推出新产品、拓展新市场，国内叉车企业龙头规模效应凸显，公司归母净利润这几年的增速高于营业收入亦彰显了公司优秀的管理能力。

图表8: 公司营业收入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

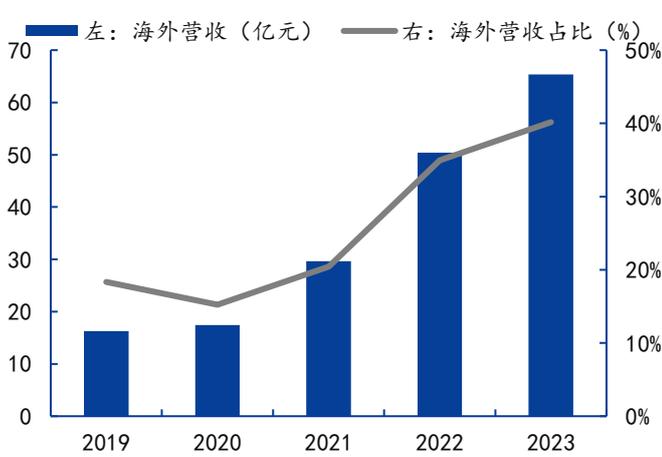
图表9: 公司归母净利润



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

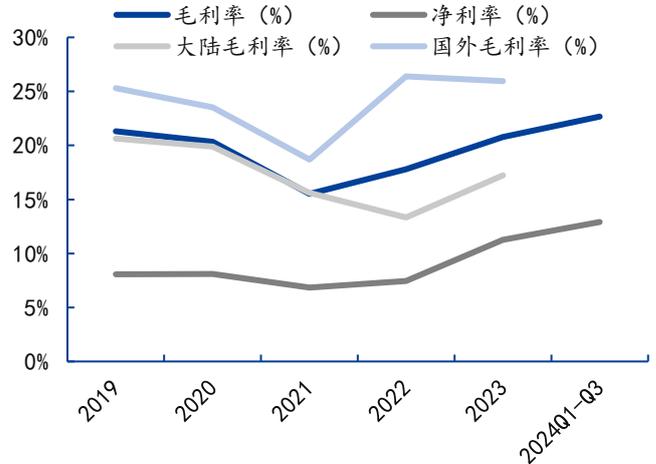
海外营收占比持续提高, 公司盈利能力持续改善。公司近几年积极拓展海外市场, 逐步构建起“产品+服务+整体解决方案”的完整价值链, 有效的打开了杭叉在海外的知名度。公司2019年-2023年海外营业收入分别为16.25、17.44、29.63、50.38和65.35亿元, 对应总营收占比分别为18.35%、15.23%、20.45%、34.96%和40.16%, 公司海外营收占比持续提升, 国际化战略取得初步胜利。公司毛利率和净利率从2019年的21.31%、8.07%到2024Q1-Q3分别提升到22.67%、12.91%, 我们认为公司盈利能力持续向好主要系销售的产品结构改善和规模效应显现所致。

图表10: 公司海外营收及占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

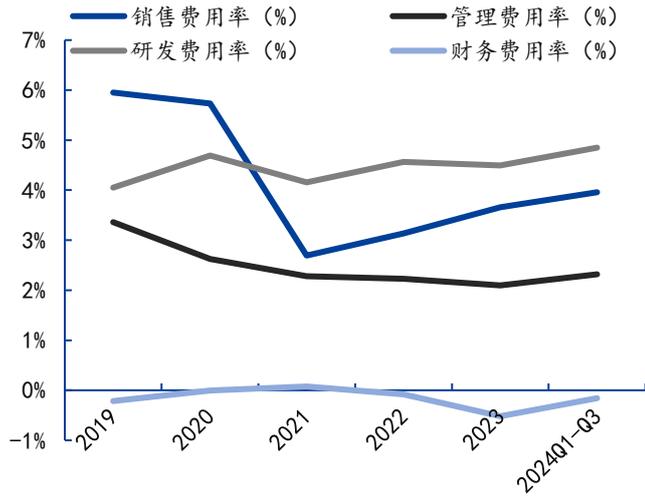
图表11: 公司毛利率、净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

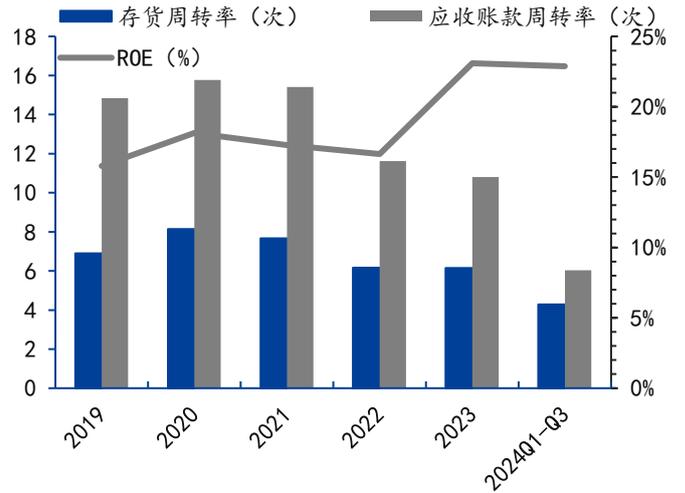
费用管控能力保持稳定, 营运能力持续提高。2024年前三季度, 公司销售费用率3.96%, 管理费用率2.32%, 研发费用率4.85%, 而财务费用率-0.16%。近年来, 管理费用率有所下降, 财务费用率维持在较低水平, 显示出公司在成本控制方面的有效性。研发费用率保持在4%以上, 且研发费用的绝对值持续增长, 这有助于增强公司的长期发展潜力。从2022年到2023年, 公司的净资产收益率(ROE)由16.63%增长至23.09%, 反映出盈利能力的显著增强。2023年公司存货周转率为6.14次, 应收账款周转率为10.81次, 公司资产流动性较强, 短期偿债能力强。

图表12: 公司费率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 公司 ROE、存货周转率及应收账款周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

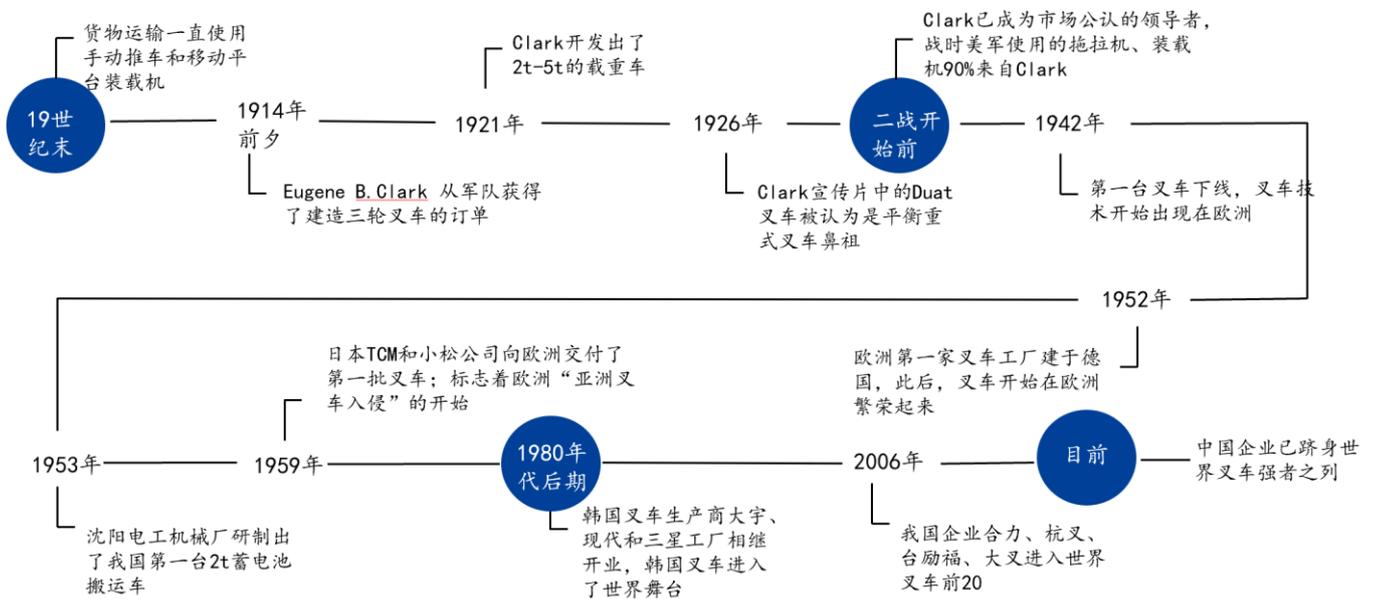
2. 第一阶段：赚卖设备的钱，锂电叉车渗透率仍在快速提升

我们认为，全球叉车市场发展至今已经相对成熟，中国叉车企业凭借锂电产品性能优异、低成本等策略快速跻身叉车国际市场。在电动化/锂电化进程中，当前欧美亚三大市场中欧洲属于电动化/锂电化均较为成熟的市场，美国、中国以及东南亚新兴市场市场都与之存在较大的差距，在美国中国锂电化率仍然较低、中国人口数量进入负增长时代、新兴市场基础设施建设正在蓬勃发展、全球叉车保有量上升到新高度的背景下，公司作为国内叉车民营龙头将有望充分受益。

2.1 工业化需求+政治事件驱动行业发展，叉车下游应用广泛

工业化需求催生叉车的发展，同时刺激了技术创新，政治事件所带来的影响不容忽视。叉车是指带有叉子的升降机，最早诞生于美国，用于美军战争时期的物资运输；在1916/1917年直至1940年代，美国一直都是叉车制造中心，这段时间欧洲主要是从美国进口装载机；1952年后欧洲叉车开始繁荣起来；1959年开始亚洲叉车开始走向世界舞台。一战和二战直接加速了叉车行业的发展，但政治事件的影响也不容忽视，如二战后马歇尔计划恢复欧洲的经济而进行的特定投资，直接导致了某些叉车公司/设备公司的崛起。全球叉车行业的发展基本上呈现欧美先发展，亚洲后来居上的格局，目前中国叉车企业已跻身世界强者之列。

图表14: 世界叉车发展历程

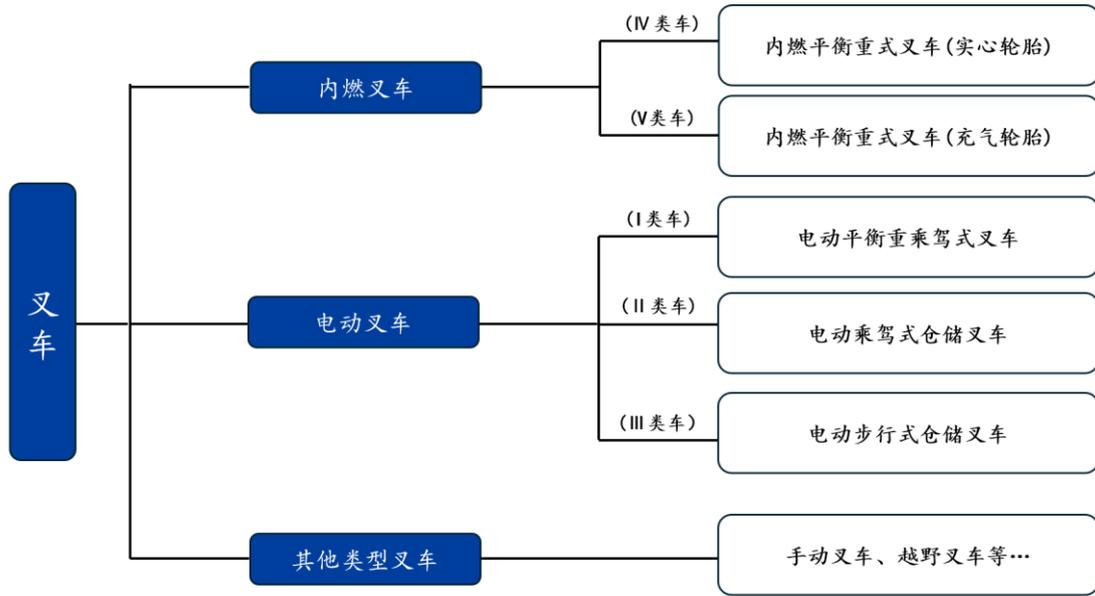


资料来源：中叉网，国盛证券研究所

按动力源划分，叉车可分为内燃叉车、电动叉车和手动叉车等。按照世界工业车辆统计协会（WITS）分类，叉车可分为I类电动平衡乘驾式叉车、II类电动乘驾式仓储叉车、III类电动步行式仓储叉车、IV类内燃平衡重式叉车（实心轮胎）、V类内燃平衡重式叉车（充气轮胎）。其中，第I类至III类属于电动叉车，第IV类和第V类叉车属于内燃叉车。I类车通常用于室内操作和其他对环境要求较高的场合，II类车通常用于仓储业，III类车通常用于替代无动力源的板车卸货、装载等，IV类车通常用于野外、沙砾路等路况一般的户外场景。IV

/V类车属于传统的内燃车，动力源强劲，但其排放污染严重，已经逐步被电动叉车取代。

图表15: 叉车的分类



资料来源: 公司招股说明书, WITS, 国盛证券研究所

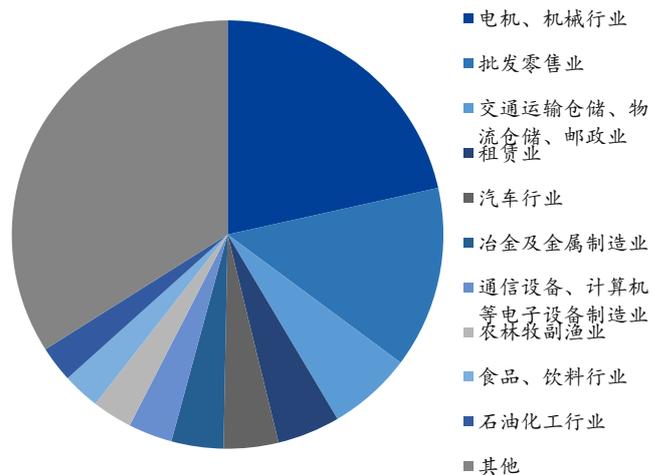
叉车是工业物流搬运车辆，多用于仓储物流、制造业、交通、港口、机场等各行各业。叉车具备高度机械化、灵活机动、通用性强、活动范围广等特点，其下游领域应用广泛，多用于仓储物流、制造业等各行各业的提升、堆垛、短途搬运和装卸，主要以取代传统人工为主。根据中国工程机械工业协会统计，仓储物流、制造业下游应用需求占据了叉车行业70%以上的份额。据2023年数据（剔除III类车）显示，电机、机械行业需求占比21.50%，批发零售业叉车需求占比13.70%，交通运输仓储、物流仓储、邮政业占比6.3%，广泛应用于各个实体行业。

图表16: 叉车主要应用领域



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

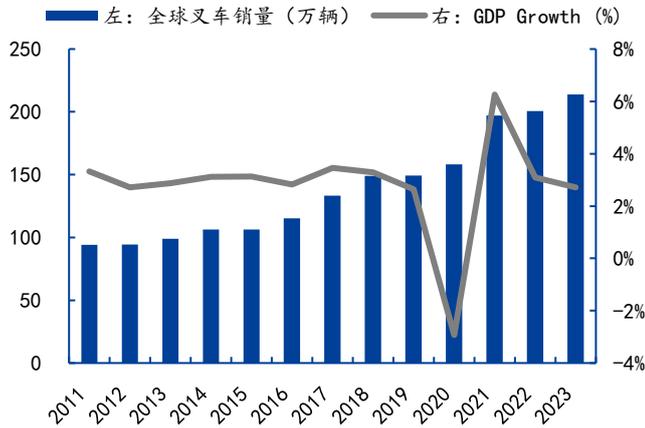
图表17: 2023年中国叉车下游行业应用（剔除三类车）



资料来源: 中国工程机械工业协会工业车辆分会, 国盛证券研究所

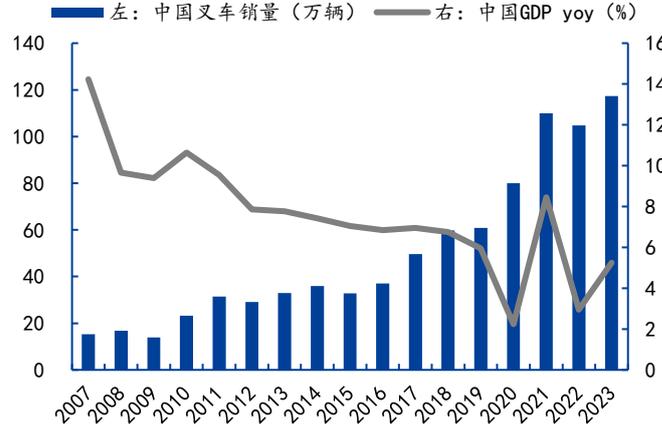
叉车与宏观经济相关，行业呈现 3-5 年周期性波动的规律。叉车属于典型的通用资本品，与下游投资扩产节奏高度相关，由于叉车行业下游应用行业较多且分散，需求弹性较小，因此不似传统工程机械如挖机会受到下游房地产的高度影响，叉车不会受到单一行业波动影响，更多的是与宏观经济增长情况关系密切。全球市场来看，叉车行业发展较早，较早进入到相对平稳阶段，但整体和中国叉车销量数据类似，呈现 3-5 年周期性波动的规律；2020 年主要是受到大环境冲击给叉车行业带来短暂波动；中国叉车销量在 2015 年后进入高速增长阶段，我们认为主要是中国锂电化电动叉车带来的贡献。

图表18: 全球叉车销量与经济增速的关系



资料来源: 世界工业车辆统计协会, macrotrends, 国盛证券研究所

图表19: 中国叉车销量与经济增速的关系



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

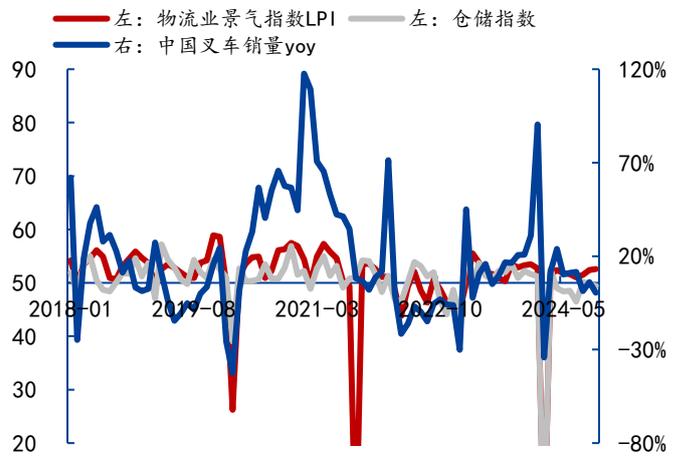
叉车销量也与制造业 PMI 指数、物流业景气指数、仓储指数高度相关。中国制造业 PMI、物流业景气指数、仓储指数和国内叉车销量整体处于高度相关的状态，2020 年以前，国内外的制造业景气度均较高；2020 年受到大环境冲击后制造业/仓储物流行业短期停摆，随后中美叉车销量和制造业均逐步恢复；2022 年国内外需求错位，国内长达一年制造业 PMI 处于荣枯线下，而美国制造业景气度较高。从领先指标看，2023 年 1 月国内制造业 PMI 重回荣枯线后波动一年有余，24 年 9 月国内制造业 PMI 重回荣枯线以上，显示高端需求已有率先企稳趋势。从先行指标数据看，我国制造业 PMI、物流业景气指数和仓储指数持续上行，叉车行业从已逐步走出需求低迷的困境。

图表20: 中国叉车销量与制造业 PMI 的关系



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表21: 中国叉车销量与物流行业景气度的关系

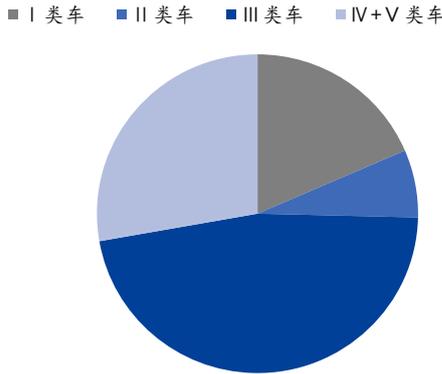


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 国产叉车销量增速高于全球，行业景气度仍处于上行周期

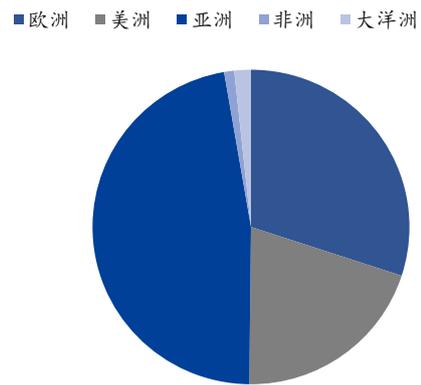
2023年全球叉车销量中电动叉车占比72.23%，其中以III类车为主；欧美亚是全球叉车市场的核心阵地。根据WITS公布的2023年全球叉车销量数据来看，III类车（电动步行式仓储叉车）台量销售占比最高达46.85%，我们认为，III类车占比较高的原因主要是工业车辆销量的上行和内部结构的转变带动电动步行式仓储叉车销量的上行；I类车销量占比18.52%，II类车销量占比6.87%，电动叉车的销量占全球叉车销量的72.23%，电动叉车时代来临。以销量视角看，欧洲+美洲+亚洲2023年的销量占全球叉车销量的97.27%，欧美亚三大洲市场是叉车企业的必争之地。

图表22: 2023年全球叉车销量(按车型)



资料来源: WITS, 国盛证券研究所

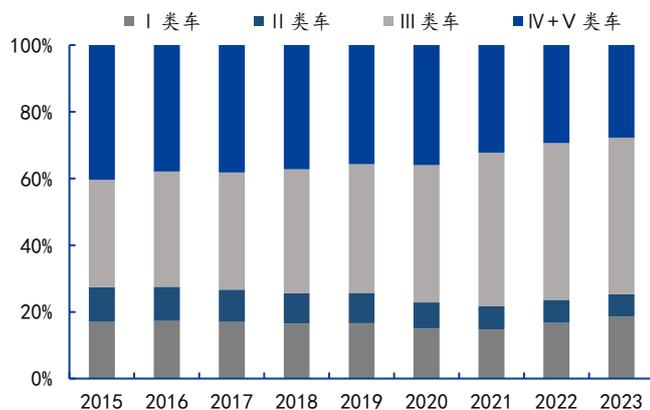
图表23: 2023年全球叉车销量(按区域)



资料来源: WITS, 国盛证券研究所

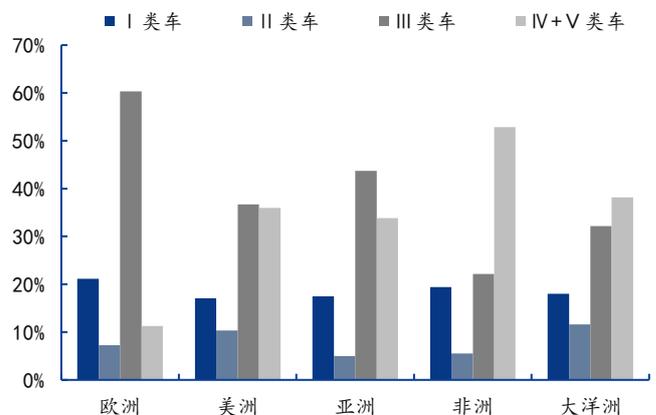
III类车销量占比提升迅速，欧洲电动叉车销量占比最高，美洲/亚洲还存在电动叉车较大替代空间。根据WITS公布的2023年全球叉车销量数据，2015年至2023年，I类车和II类车在所有车型中的销量占比整体相对比较平稳，III类车的销量占比持续提升，IV+V类车（内燃叉车）销量占比持续下降，考虑到环保、成本、叉车应用下游行业发生结构性的改变，我们认为电动叉车替代内燃车的趋势将持续进行。根据2023年各区域叉车分类销量数据来看，欧洲整体电动叉车占比较高达88.72%，电动化程度最高，美洲、亚洲、大洋洲电动叉车销量均在60%到67%，非洲电动叉车销量占比最低。

图表24: 全球叉车销量分类占比



资料来源: WITS, 国盛证券研究所

图表25: 2023年全球各区域叉车销量分类占比

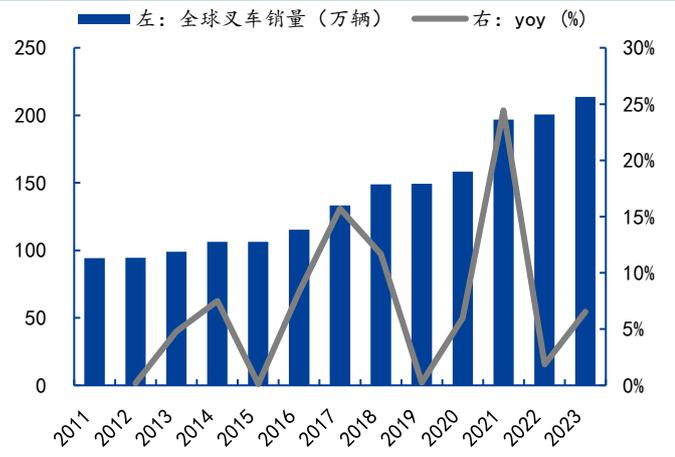


资料来源: WITS, 国盛证券研究所

叉车行业平均周期性为4-6年，目前仍处于上行周期。据全球和中国的销量数据，2012年-2015年、2015年-2019年、2019年-2022年是不同的三个完整叉车行业周期，中国叉车周期与全球叉车周期高度一致，大环境冲击后国内外经济逐步复苏带动叉车进入新

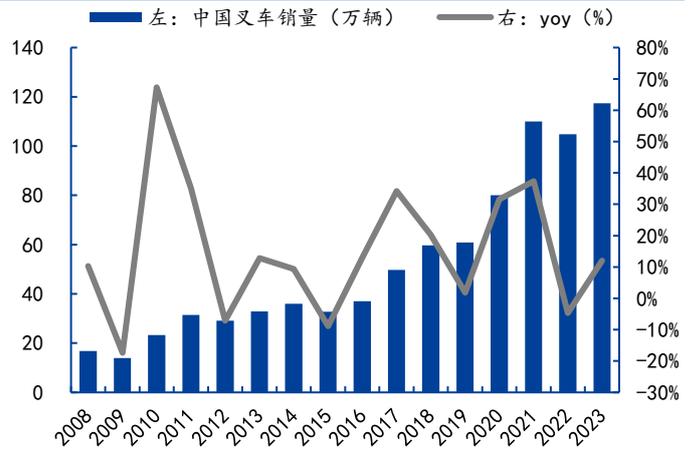
一轮上行周期，我们未来两年叉车行业预计仍处于上行周期，新技术变革+存量设备更新将有望夯实本轮叉车上行周期，国内双龙头杭叉集团和安徽合力有望充分受益。

图表26: 全球叉车销量数据



资料来源: 世界工业车辆统计协会, WITS, 国盛证券研究所

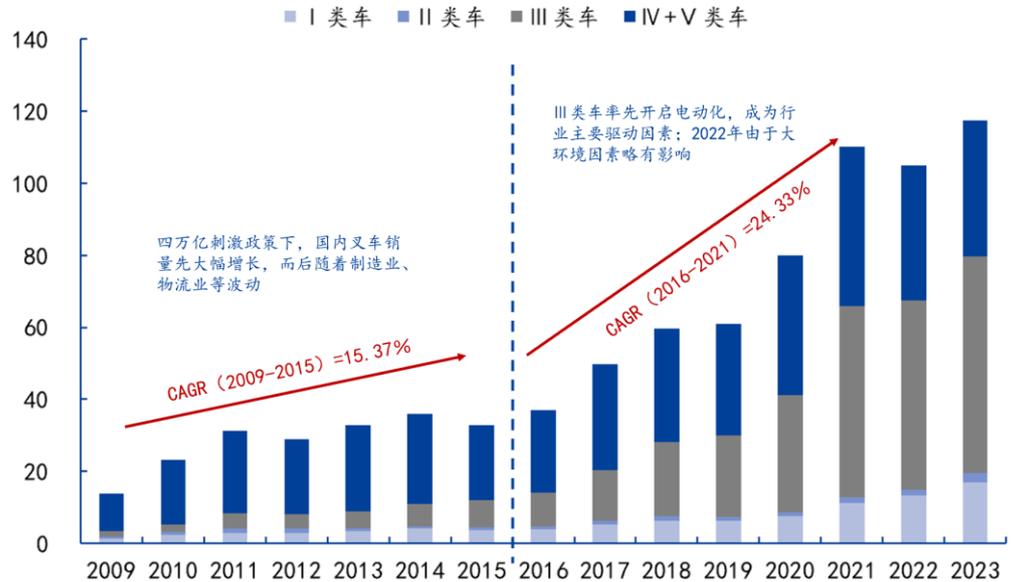
图表27: 中国叉车销量数据



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

锂电叉车快速带动国内叉车行业发展，2016-2021年复合增速达24.33%。回顾国内叉车近15年的发展历史，2008年国际金融危机爆发后，中国经济快速回落，国内经济面临硬着陆的风险，为了应对这种危局，中国政府于2008年11月推出了进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施，总金额约为4万亿元，这一刺激政策带动叉车行业快速上行。2016年后III类车率先开启电动化，国内叉车企业逐步凭借锂电池电动化叉车优势产品打开海外市场，国内叉车领军企业如杭叉集团海外收入占比快速提升，中国2016年-2021年的复合增速达24.33%，2022年开始叉车行业进入新一轮上行周期。

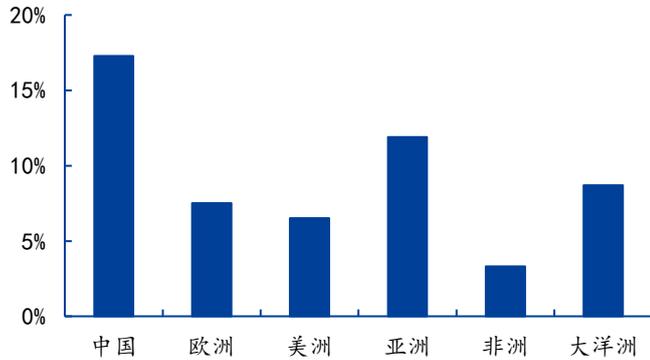
图表28: 中国叉车销量结构复盘



资料来源: 中国工程机械工业协会, 杭叉集团年报, 国盛证券研究所

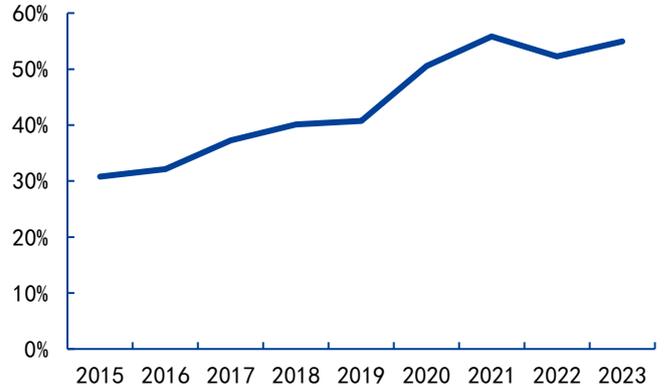
中国叉车销量 2015-2023 年复合增速高于其他地区，国产叉车销量占比已超 50%。2015-2023 年各区域叉车销量复合增速中，中国的 CAGR 最高达 17.29%，欧洲、美洲、亚洲（包含中国）、非洲和大洋洲的 CAGR 分别为 7.52%、6.50%、11.90%、3.32%和 8.70%；国产叉车在全球叉车的销量占比由 2015 年 30.79%迅速提升到了 2023 年 54.92%，说明近十年来中国叉车企业发展迅速，国产叉车依靠较低的成本、新技术快速掠夺全球叉车市场份额，未来该趋势仍有望继续。

图表29: 2015-2023 年各区域叉车销量 CAGR



资料来源: Wind, WITS, 国盛证券研究所

图表30: 2015-2023 年中国叉车销量占全球比重



资料来源: Wind, WITS, 国盛证券研究所

2.3 全球叉车市场空间 2026 年预计达 2045 亿元，国产厂商仍大有可为

预计 2026 年全球叉车行业市场空间达 2045 亿元，其中国内市场规模为 773 亿元。在对全球/国内叉车行业增量市场空间测算中，我们基于以下假设：1) I、II、III 和 IV/V 类叉车 2022 年国内均价分别为 13 万元、16 万元、3 万元和 6 万元，此后年份均伴随着不同程度的价格小幅下降；海外市场同类型叉车售价均上浮 30%；2) 预计未来两年 I 类车和 II 类车会加速电动化替代进程；3) 国内厂商加速抢占海外市场份额；4) 海外市场考虑到东南亚等发展中国家，增速较高。

图表31: 全球/国内叉车市场空间测算

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
国内叉车销量 (万辆)		105	117	127	133	136
YOY		-5%	12%	8%	5%	2%
海外叉车销量 分类占比	I 类车	13%	15%	17%	19%	22%
	II 类车	2%	2%	3%	3%	3%
	III 类车	50%	51%	52%	53%	54%
	IV/V 类车	36%	32%	29%	25%	21%
国内各类叉车 均价	I 类车	13	13	13	12.8	12.7
	II 类车	16	16	16	15.9	15.7
	III 类车	3	2.9	2.8	2.6	2.4
	IV/V 类车	6	5.8	5.6	5.5	5.2
国内叉车均价		5.55	5.57	5.64	5.68	5.70
国内市场规模 (亿元)		581	654	715	756	773
海外叉车销量 (万辆)		96	96	130	156	172
YOY		10.2%	0.6%	35%	20%	10%
海外叉车销量 分类占比	I 类车	21%	23%	25%	27%	28%
	II 类车	13%	13%	13%	14%	14%
	III 类车	43%	41%	42%	42.5%	43%
	IV/V 类车	23%	22%	20%	17%	15%
海外叉车均价 (万元)		7.21	7.24	7.33	7.38	7.40
海外叉车市场规模 (亿元)		691	698	954	1152	1271
全球叉车销量 (万辆)		201	214	257	289	307
YOY		2%	7%	20%	13%	6%
全球叉车市场规模 (亿元)		1272	1351	1669	1908	2045

资料来源: Wind, WITS, 公司年报, 国盛证券研究所测算

全球叉车企业竞争格局相对稳定, 国内叉车企业凭借产品和成本优势在世界市场站稳脚跟。2023年叉车行业世界前十大厂商分别是丰田工业公司、KION 永恒力股份公司、科朗设备公司、三菱公司、海斯特-耶鲁、安徽合力、杭叉集团、斗山山猫和克拉克物料搬运公司, 基本上属于美欧亚三者平分天下。2023年世界前十大叉车企业显示, 叉车市场需求依然强劲, 在通货膨胀和地缘政治冲突对全球经济带来压力的一年里, 各家叉车企业的表现依然出色。中国企业也凭借着出色的技术和产品力, 在世界叉车市场中逐步扩大着影响力。

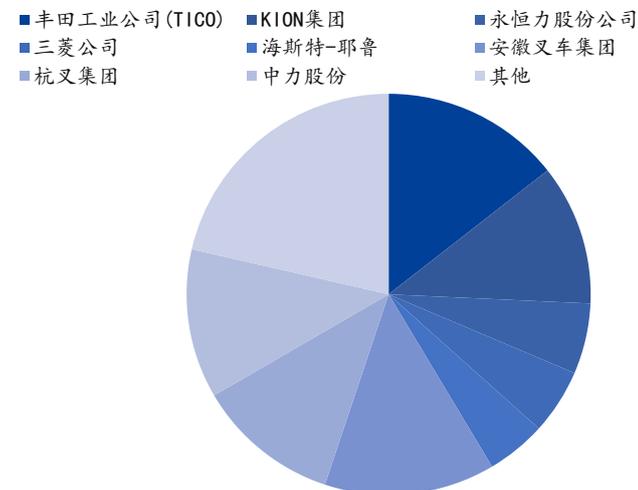
图表32: 全球前十大叉车企业营收

排名	公司名称	国家	2023年营收(百万美元)	同比增长(%)
1	丰田工业公司(TICO)	日本	16322	-3.2%
2	KION集团	德国	9359	19.2%
3	永恒力股份公司	德国	6128	16.4%
4	科朗设备公司	美国	5180	10.4%
5	三菱公司	日本	4637	0.2%
6	海斯特-耶鲁	美国	4118	16.1%
7	安徽叉车集团	中国	2451	8.5%
8	杭叉集团	中国	2297	11.0%
9	斗山山猫	韩国	2002	18.6%
10	克拉克物料搬运公司	韩国	1000	10.1%

资料来源: MMN, 中叉网, 国盛证券研究所

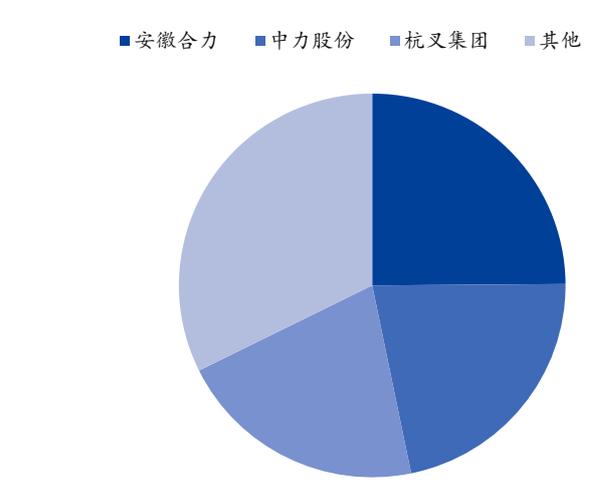
中国叉车企业在世界市场的影响力逐步扩大, 国内杭叉集团、安徽合力和中力股份占据大部分市场份额。在有公开数据的厂商中, 2023年从全球市场销量份额看, 丰田叉车销量占全球叉车销量的比例为14.40%, 安徽合力的叉车全球销量份额为13.66%, 仅次于丰田, 紧随其后的是中力股份、杭叉集团和凯傲集团。国内市场, 杭叉集团、安徽合力和中力股份三分天下, 从国内销量份额看, 2023年安徽合力的叉车销量占全国叉车销量的比例为24.88%, 中力股份叉车销量占比为21.89%, 仅次于安徽合力, 而杭叉集团叉车销量占比为20.91%。

图表33: 2023年全球各家叉车厂商销量份额(仅部分)



资料来源: 中叉网, 罗戈网, 中力股份招股说明书, 国盛证券研究所

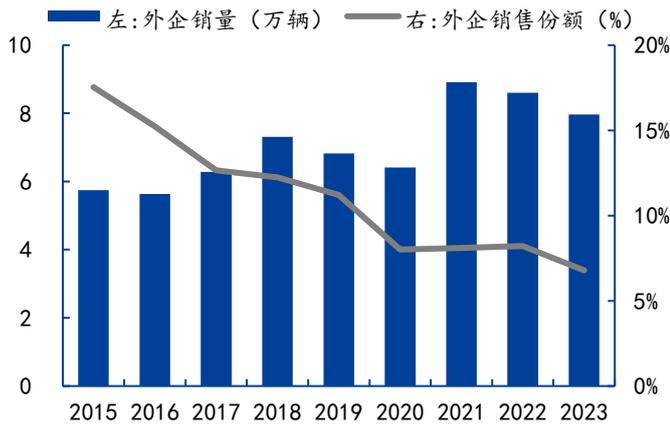
图表34: 2023年国内各家叉车厂商销量份额(仅部分)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

2015年-2023年, 我国呈现外企份额逐步缩减, 但国产叉车出口量不断增加的趋势。从产业周期的角度分析, 在全球范围内看, 叉车产品和叉车产业都处于成熟期, 但新兴市场如亚洲(除日本外)、非洲等新兴国家叉车产品和叉车产业仍处于发展期。随着新兴市场国家经济的发展, 世界叉车工业逐步呈现出向亚洲及世界其他新兴市场国家转移的趋势。近年来外企在我国叉车市场销量份额持续下降, 我国叉车市场外企份额从2015年的17.54%逐步降到2023年的6.79%; 国产叉车出口量不断增长, 其中以电动叉车为主, 中国企业依靠电动叉车产品优异的性能持续扩大自身的影响力。

图表35: 我国叉车市场外企销量份额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表36: 我国叉车出口结构



资料来源: CITA, 海关总署, 中叉网, 国盛证券研究所

2.4 国内锂电叉车优势明显，内燃和铅酸叉车可替代空间巨大

3t 电动叉车每年的使用成本比 3t 内燃车每年的使用成本低 35792 元，且性能优异。电动叉车相比燃油叉车具备环保、低噪音等优异特点。在 3t 电动叉车和 3t 燃油叉车经济性对比测算中，我们采用了一下假设：1) 3t 燃油叉车持续工作的状态下，每小时耗油量约 3L，油价平均 7.3 元/升；2) 3t 电动叉车持续工作状态下每小时耗电 6 度，单度电 1.1 元；3) 叉车每天工作 8 小时，每年工作平均 280 天。

图表37: 内燃叉车和锂电池叉车经济性对比

	3t 燃油叉车	3t 锂电池叉车	节省费用
耗油(电)量/h	3L	6度	
油(电)单价	7.3元/L	1.1元/度	
每天工作时间/h	8	8	
每天能耗成本/元	175.2	52.8	122.4
每年工作时间/天	280	280	
每年能耗成本/元	49056	14784	34272
维保间隔时间/h	500	无需维护	
单次维保成本/元	380	-	
每年所需的维保次数	4	-	
每年所需的维保费用/元	1520	-	1520
一年使用成本/元	50576	14784	35792

资料来源: 硕星工业官网, 国盛证券研究所

与铅酸蓄电池叉车相比，锂电池叉车成本降低了约 55%。锂电池叉车总拥有成本明显低于铅酸电池叉车，这要归功于锂电池叉车更低的运营成本、更高的效率以及更长的服务间隔时间。电池在同体积下，锂电池分量更轻，密度更高，容量更大，寿命相对更长，价格当然也更高，但锂电池长期使用的成本弥补了入门成本高，锂电池续航更长、免维保、高能量密度、安全可靠且可以在寒冷地区使用。据杭叉集团的锂电池叉车和铅酸电池叉车经济性对比测算，锂电池叉车每台叉车的总成本仅为 24376 美元，远低于铅酸蓄电池叉车的总成本。

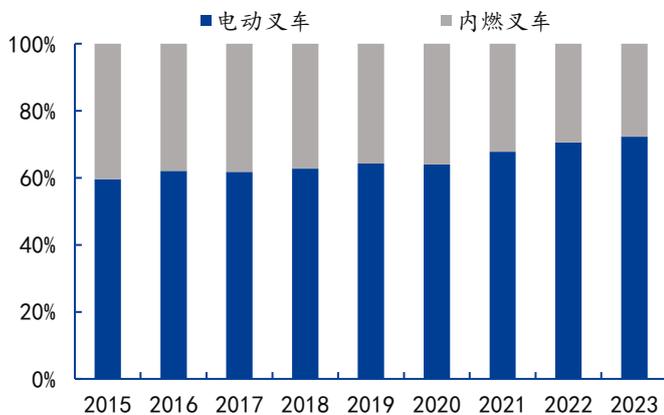
图表38: 锂电池叉车和铅酸电池叉车经济性对比

	单位	锂电池	铅酸蓄电池
电压	V	48	48
容量	Ah	400	500
电能	KW.h	19.2	24
充电效率	%	95%	70%
每年充电次数	次数	300	300
电价	美元/KW.h	0.14	0.14
每年充电费用	美元	866	1469
每年维护费用	美元	0	1429
十年的维护费用	美元	8661	28980
十年的购置成本	美元	15714 (1 台)	25286 (3-4 台)
每台叉车的总成本	美元	24376	54266

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

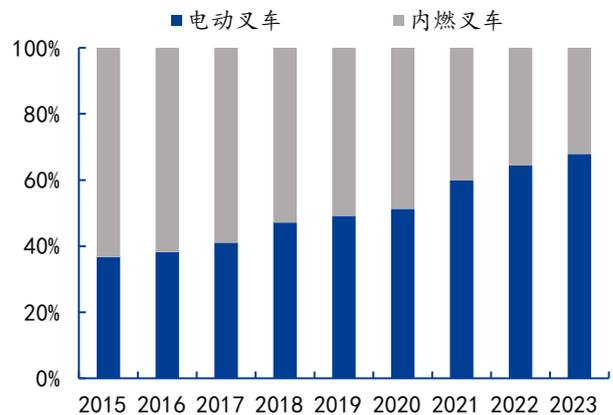
全球/国内叉车销量结构中内燃车需求快速被电动叉车取代。据 WITS 数据, 2015 年全球叉车销量结构中内燃叉车和电动叉车销量占比分别为 40.43%和 59.57%, 2023 年全球叉车销量结构中内燃叉车和电动叉车分别占比 27.77%和 72.23%, 内燃车迅速被电动叉车取代。国内的数据则呈现相同的趋势, 2015 年国内内燃叉车和电动叉车占销量比分别为 63.34%和 36.66%, 2023 年则分别为 32.13%和 67.87%, 电动叉车以其操作灵活、环保和使用成本低迅速取代内燃叉车, 内燃叉车需求大幅降低。

图表39: 全球电动和内燃叉车销量占比情况



资料来源: WITS, 国盛证券研究所

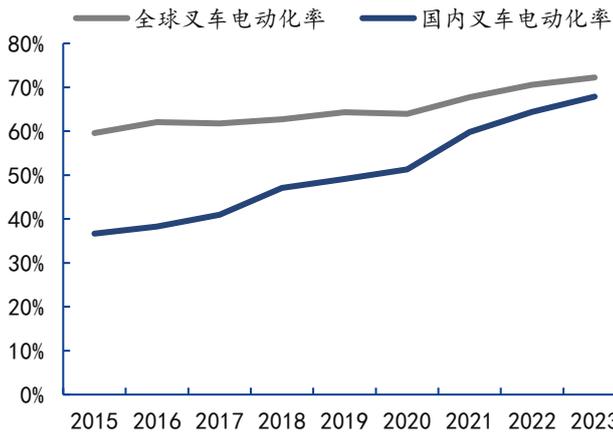
图表40: 国内电动和内燃叉车销量占比情况



资料来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 公司年报, 国盛证券研究所

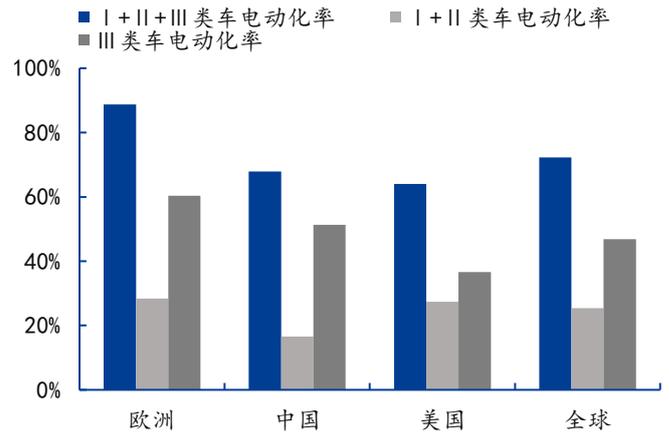
全球/国内叉车中Ⅲ类车率先开启电动化路径, I / II类车仍有较大电动化提升空间。据 WITS、中国工程机械工业协会等的数据, 全球/国内叉车电动化率从 2015 年 59.57%/36.66%提升至 2023 年的 72.23%/67.87%, 国内和全球的电动化率差距持续缩小, 亦彰显了国内叉车企业在国际市场的话语权。给全球电动化率贡献较大的是欧洲市场 (欧洲Ⅲ类车电动化率达 60.33%, 美国只有 36.66%), 其中Ⅲ类车电动化进程较快, 我们认为这与下游产业内部结构发生变化和叉车价值量有关, 美国与中国的Ⅲ类车与全球 I / II 车 (欧洲/中国/美国/全球电动化率分别为 28.40%/16.59%/27.40%/25.38%) 仍有较大提升电动化率空间。

图表41: 全球和国内叉车电动化情况



资料来源: WITS, Wind, 中国工程机械工业协会, 公司年报, 国盛证券研究所

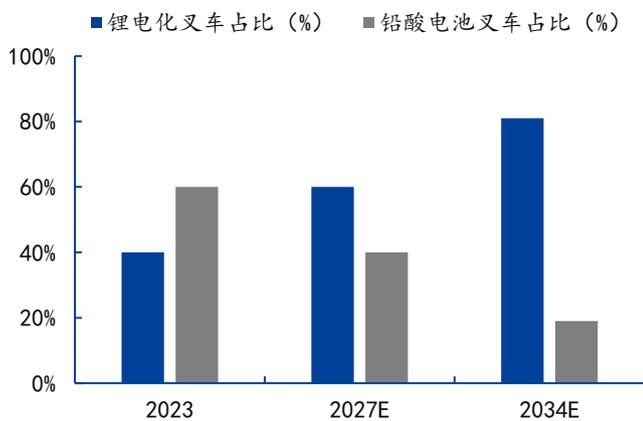
图表42: 2023 年各区域叉车电动化情况



资料来源: WITS, Wind, 中国工程机械工业协会, 公司年报, 国盛证券研究所

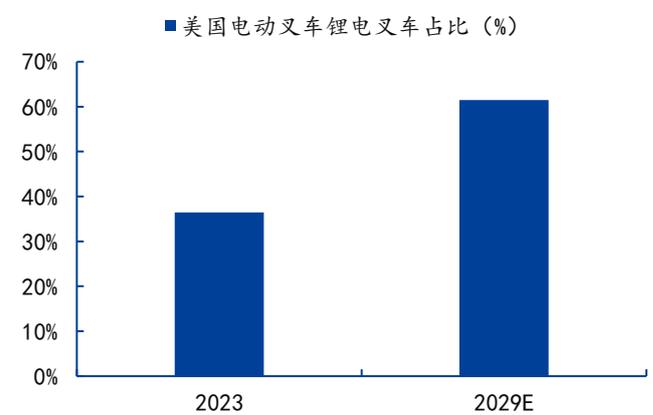
全球电动化叉车中锂电叉车占比仍在 30-40%，远期电动叉车中锂电化率预计达 60-80%。锂电池相比铅酸电池有着寿命更长、能量密度更高、维护简单等诸多优点，国内叉车企业以其优异的锂电池的技术迅速在全球占比国际叉车市场份额，已经初步取得成效，据 Interact Analysis/凯傲集团公布和预测数据，2023 年全球电动叉车内部锂电/铅酸占比分别为 40%/60%，预计到 2027 年和 2034 年全球内部叉车锂电/铅酸占比将达 60%/40%和 80%/20%；据 CALSTART 预测，美国市场 2023 年电动叉车中锂电叉车占比为 36.43%，预计 2029 年该数据将上升至 61.48%。

图表43: 全球电动叉车内部格局



资料来源: Interact Analysis, 凯傲集团, 国盛证券研究所

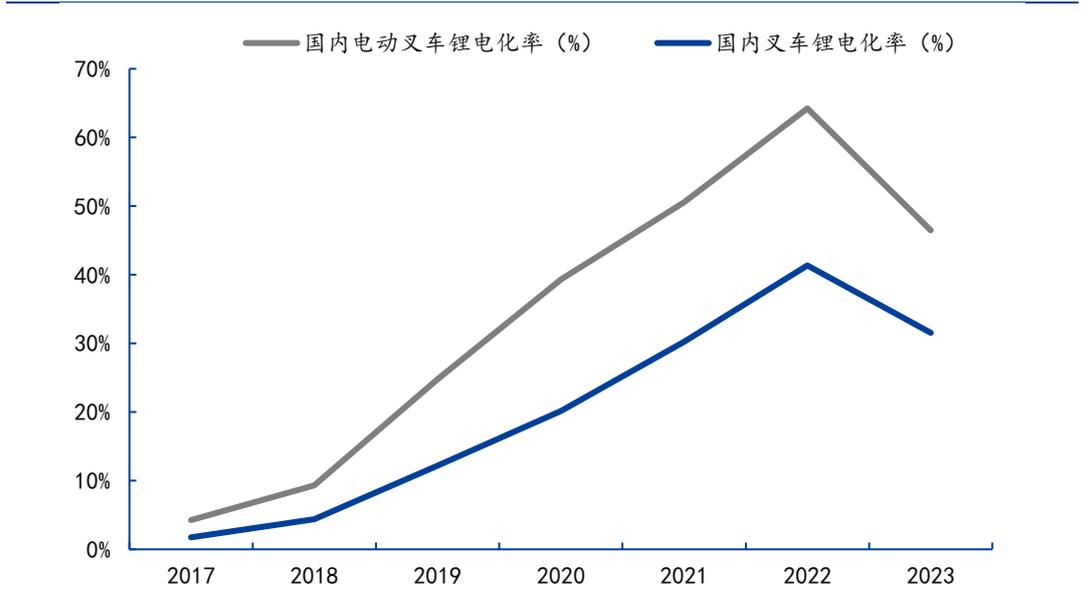
图表44: 美国电动叉车中锂电叉车占比



资料来源: 立鼎产业研究院, CALSTART, 国盛证券研究所

国内叉车市场锂电化率持续提升，电动锂电叉车行业的绿色转型之路正稳步向前。国内叉车市场从 2017 年开始电动化路程，受益于国内锂电池完备的产业链，国内叉车市场锂电化率提升也较快，国内市场叉车从 2017 年锂电化率 4%提升至 2022 年 64%，国内市场叉车锂电化率从 2017 年 2%提升至 2022 年 41%，2023 年受到特定细分市场的结构性因素调整，锂电化率的增长步伐有所放缓，但整体仍然是保持向上的趋势，锂电叉车市场的持续扩张及其对传统内燃叉车和铅酸电池叉车的替代趋势依然强劲。

图表45: 国内电动化叉车中锂电叉车占比

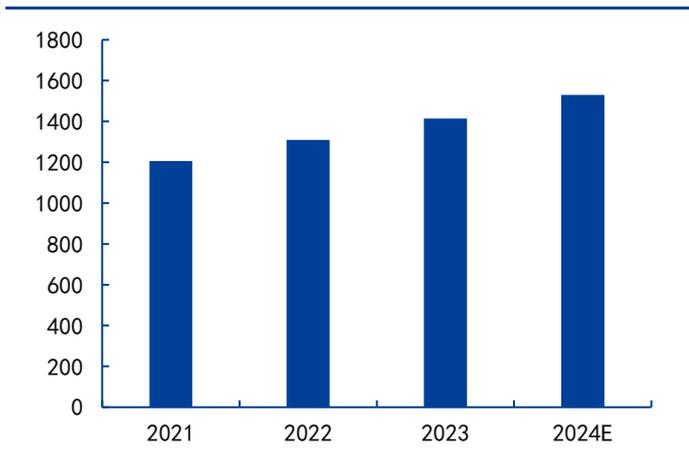


资料来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 公司年报, 国盛证券研究所

2.5 设备更新周期进入大空间时代, 未来叉车替代人力趋势不停

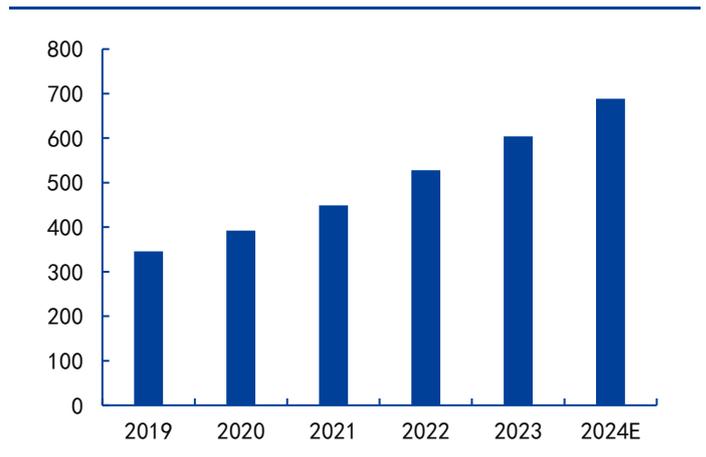
预计 2024 年全球叉车保有量达 1529.24 万辆, 国内保有量达 688.10 万辆, 更新替代需求空间大。保有量的测算我们粗略使用公式“T 年初的叉车保有量=T-10 年至 T-1 年的叉车销量总和 (按照叉车 10 年使用寿命估算)”进行测算, 近几年全球/国内叉车保有量增长迅速, 2023 年全球叉车保有量 1415 万辆, 国内 2023 年叉车保有量 603.59 万辆, 叉车更新需求空间较大, 我们预计未来叉车的更新换代主要是锂电叉车产品对原来的内燃/铅酸叉车进行替代, 国产锂电叉车大有可为。

图表46: 全球叉车保有量 (万辆)



资料来源: WITS, 万达轴承公司公告, 国盛证券研究所

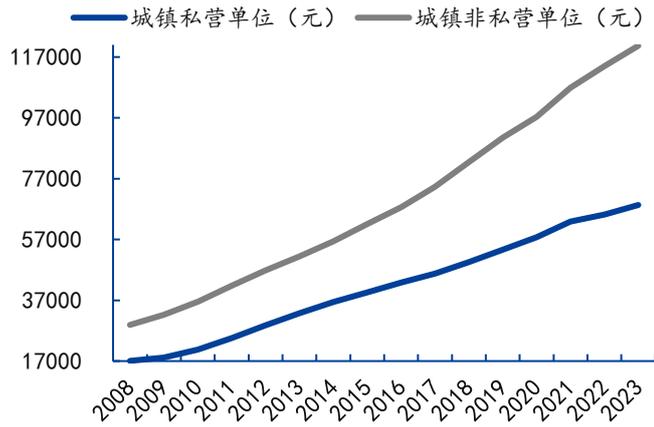
图表47: 国内叉车保有量 (万辆)



资料来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 公司年报, 国盛证券研究所

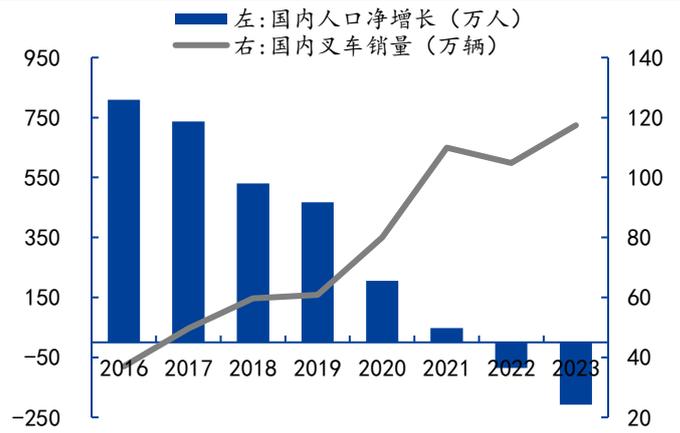
人口负增长时代人工成本持续上行, 叉车替代人力趋势持续。叉车主要的用处是替代人工, 近年来, 城镇私营/非私营单位就业人员的年均工资持续上涨, 从 2008 年的 17071/28898 元上涨至 2023 年的 68340/120698 元, 人工呈现越来越贵的趋势。从 2016 年开始, 我国人口净增长人数开始下行, 从 2016 年的净增长 809 万人到 2023 年净减少 208 万人, 我国人口进入负增长时代, 人口净增长数量与叉车销量呈现负增长关系, 预计未来随着人口的持续减少, 我国逐步进入老龄化时代, 叉车将逐步完全替代人力。

图表48: 我国城镇私营/非私营单位就业人员年均工资



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表49: 国内人口净增长与国内叉车销量的关系



资料来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 公司年报, 国盛证券研究所

3 第二阶段：设备销售成熟阶段，赚租赁等后市场的钱

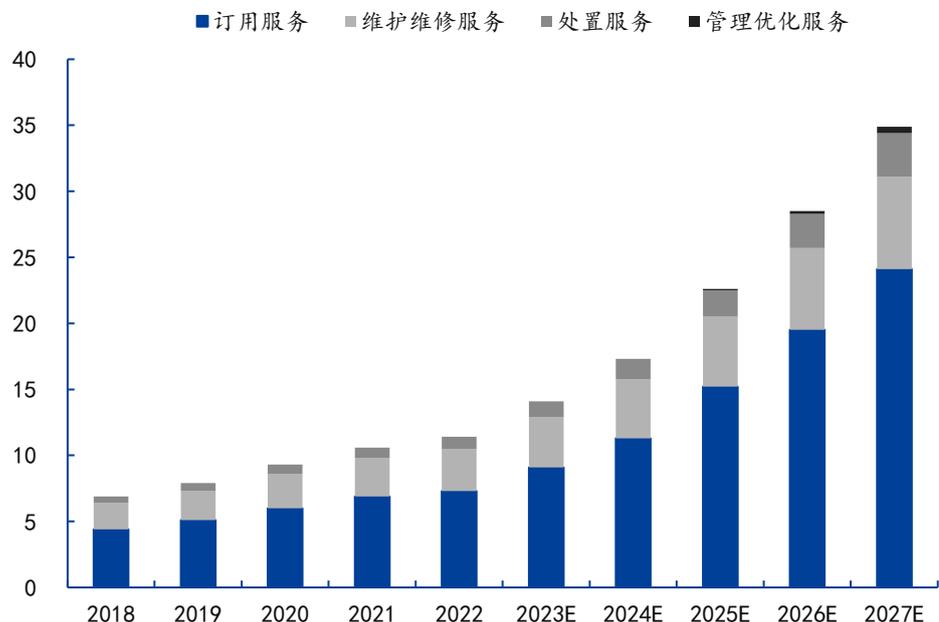
我们认为，当叉车行业逐步进入设备销售成熟阶段，叉车保有量到了较高的阶段后，赚设备后市场服务的钱成为了企业共识，租赁市场是叉车后市场中占比最高的部分，参考国际叉车龙头丰田集团，租赁收入通常占整体营收的5%左右，公司目前仍不足1个点，叉车租赁市场或将助力公司打造第二成长曲线。

3.1 租赁市场占后市场比重最大，目前渗透率仍然较低

场内物流解决方案可以为企业降低设备投入，租赁服务是重中之重。传统场内物流购置方案情况下，叉车下游客户面临着财务负担重、维修成本高和无法满足旺季所需车辆周转等问题，场内物流设备租赁等解决方案可以解决以上痛点，根据灼识咨询的资料，场内物流设备解决方案相比传统的采购设备模式可帮助企业在整个设备生命周期降低成本约20%。

国内物流场内解决方案市场规模巨大，目前渗透率远远低于欧美市场。近年来国内物流场内解决方案市场经历了显著增长，由2018年的69亿元增至2022年的114亿元，且场内物流设备解决方案中租赁（订用）服务占比最大，预计到2027年，中国场内物流设备解决方案市场规模将达到349亿元，其中租赁市场241亿元。同时，2022年中国场内物流设备解决方案渗透率依然较低，仅为3.7%左右，相比2022年美国等发达国家约54.6%的渗透率，提升空间巨大。

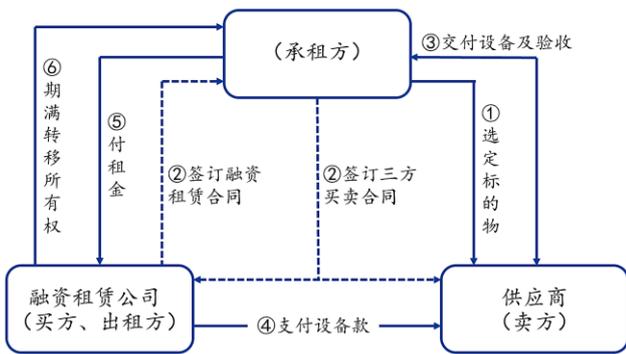
图表50：中国场内物流设备解决方案市场规模（十亿元）



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

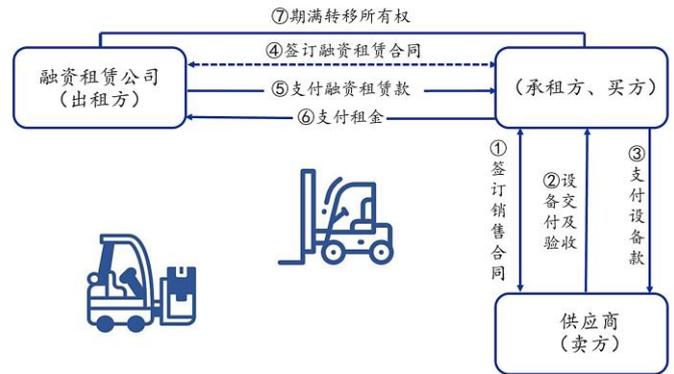
叉车制造企业在租赁等后市场中拥有毛利更高、资源更丰富、技术更成熟等优势。叉车租赁公司为了缓解压力，通常会采用融资租赁的方式获取购买设备所需资金，主要有两种方式，即直租模式和售后回租模式。对于叉车制造企业而言，没有购买叉车设备的资金压力，更有利于自身的租赁、维保等后市场中业务的开拓。

图表51: 叉车租赁公司直租模式



资料来源: 佛朗斯招股说明书, 国盛证券研究所

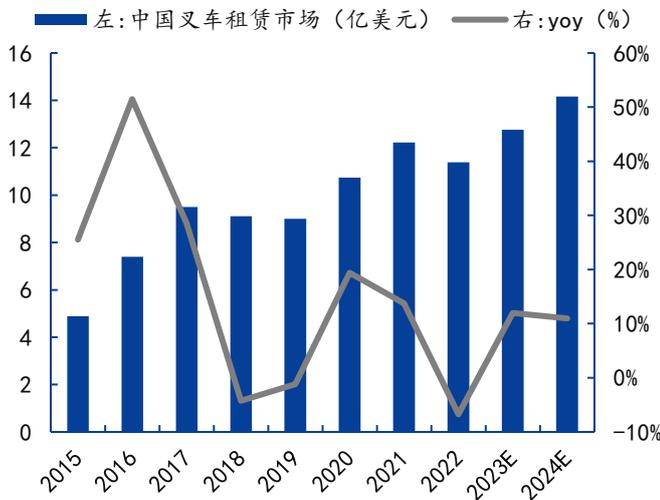
图表52: 叉车租赁公司售后回租模式



资料来源: 佛朗斯招股说明书, 国盛证券研究所

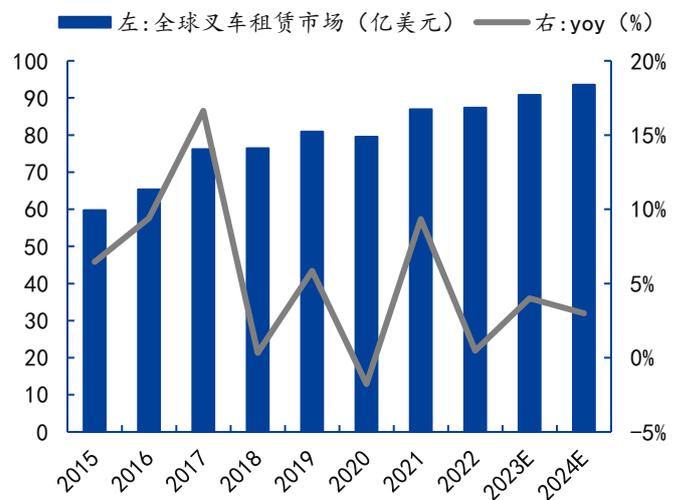
全球叉车租赁市场持续增长, 且中国增速高于全球。据我们预测, 全球叉车租赁市场由 2015 年的 59.74 亿美元提升至 2024 年 93.57 亿美元, 复合增长率为 5.11%; 中国叉车租赁市场规模由 2015 年 4.88 亿美元增长至 2024 年的 14.16 亿美元, 复合增长率为 12.57%, 近十年来全球/中国叉车租赁市场规模持续扩大, 且中国叉车租赁市场增速显著快于全球, 这与国内外的叉车市场发展有关, 国内叉车相比海外叉车市场发展更晚, 国内还处于高增阶段, 国内叉车企业仍处于蓬勃发展之中。

图表53: 中国叉车租赁市场规模



资料来源: Wind, 华经产业研究院, 国盛证券研究所测算

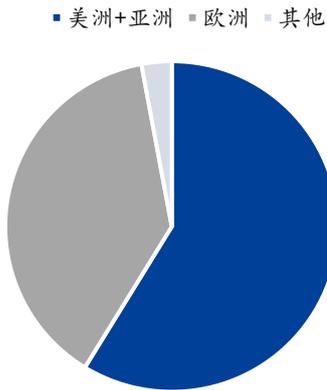
图表54: 全球叉车租赁市场规模



资料来源: Wind, 华经产业研究院, 国盛证券研究所测算

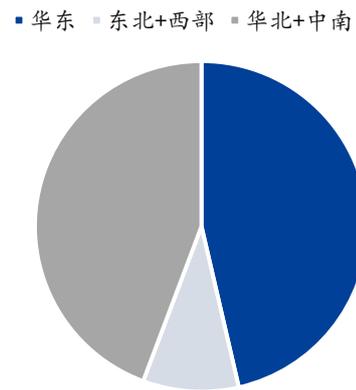
全球叉车租赁市场主要分布于欧美亚三大洲, 国内则主要集中在华东华北和中南地区。据华经产业研究院 2022 年 (预计每年叉车租赁市场区域占比划分不会有太大的变动) 数据, 全球叉车租赁市场主要分布于欧洲、美洲和亚洲三大洲, 三大洲合计占全球叉车租赁市场规模占比达 97.07%, 其中欧洲是第一大市场, 占比为 38.32%。国内叉车租赁行业需求地区主要集中分布于华东、中南和华北地区, 2022 年华东、华北和中南地区的叉车租赁市场占比高达 90.7%, 其中华东地区市场份额占比 46.4%, 是国内最大的市场。

图表55: 2022年全球叉车租赁行业区域分布情况



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

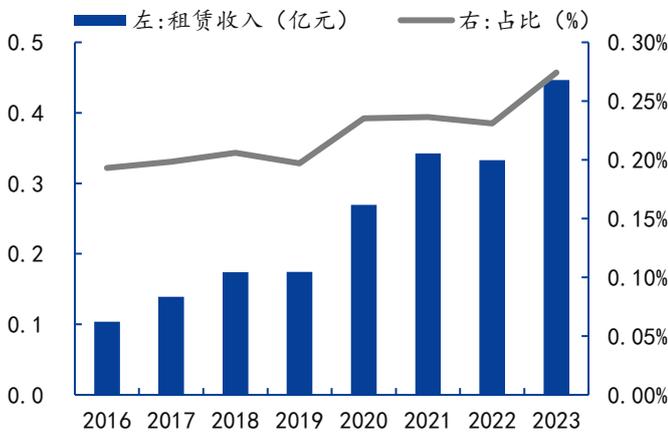
图表56: 2022年中国叉车租赁行业区域分布情况



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

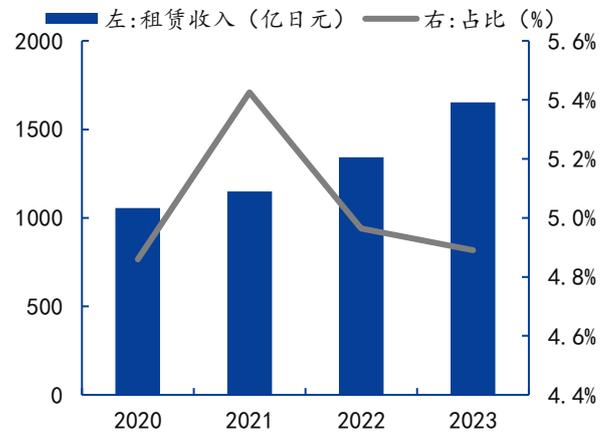
国际叉车企业龙头丰田租赁/营收比通常稳定在5%左右, 公司与之相比仍有较大空间可提升。租赁市场是叉车市场中非常重要的一部分, 国际叉车龙头丰田集团2020年-2023年营业收入中租赁收入占比分别为4.86%/5.43%/4.96%/4.89%, 基本稳定在营业收入的5%左右, 以此为基础看公司, 目前公司的租赁收入占营业收入比从2016年的0.19%增长至2023年的0.27%, 租赁收入占比持续在增长, 但与国际叉车龙头企业丰田相比仍有一定的差距, 公司近年来也持续在叉车后市场投入, 预计未来几年将有望进入公司租赁收入放量阶段。

图表57: 杭叉集团租赁收入及占比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表58: 丰田集团租赁收入及占比



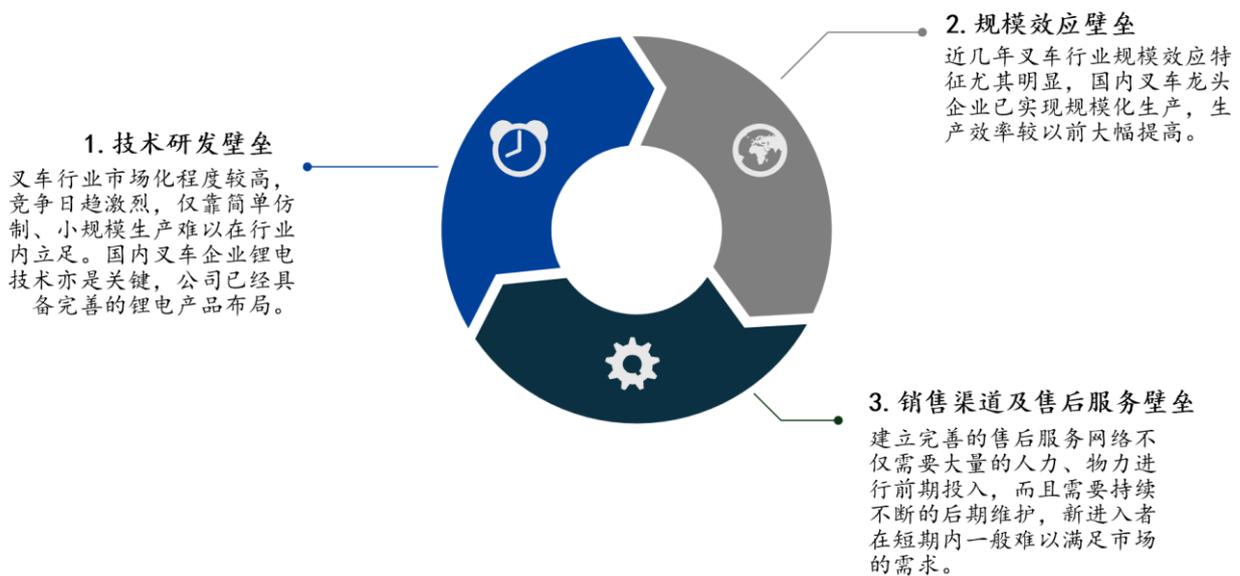
资料来源: 丰田集团年报, 国盛证券研究所

4 “锂电化提升+国际化+后市场” 打开公司成长天花板

4.1 公司锂电产品布局市场领先，出海战略成效初显

公司是民营叉车企业龙头，护城河深厚。叉车是个重资产行业，行业内市场化程度较高，行业发展至今基本上格局较为稳定，叉车行业核心壁垒主要体现在三个方面：1) 技术研发壁垒：依靠简单仿制、小规模生产难以在行业内立足，需要有自身较为强硬的技术如锂电蓄电池技术；2) 规模效应壁垒：规模化带来的是效率提升和成本的下降以及在市场中有更强的竞争力；3) 销售渠道及售后服务壁垒：叉车行业下游客户通常选择就近原则，且后期维护需要持续不断的投入。

图表59: 叉车行业进入壁垒

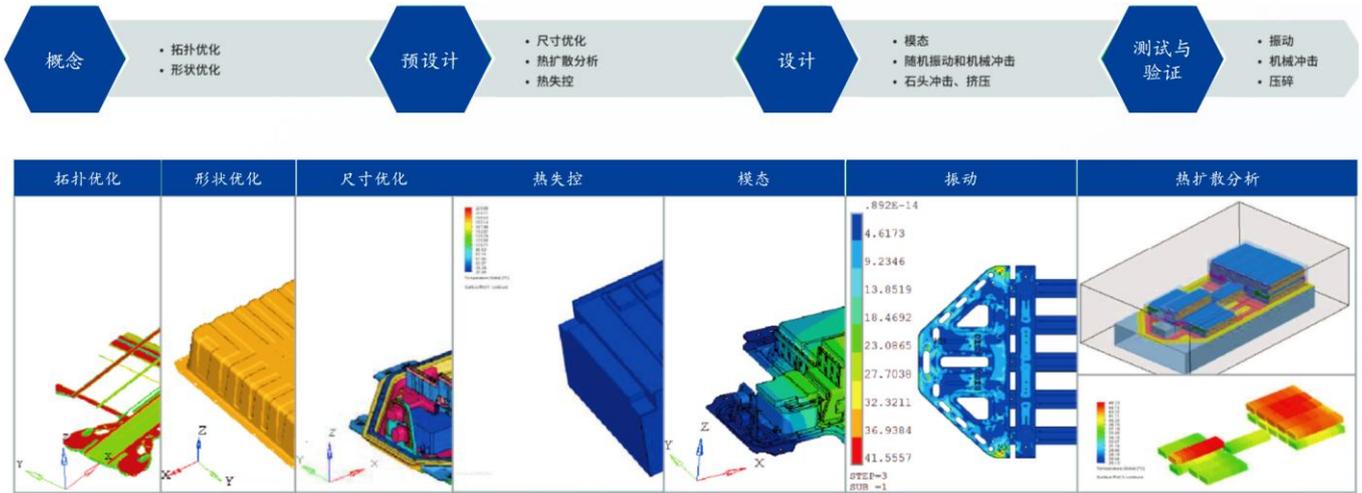


资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

公司锂电化产品布局国内领先，锂电化产品替代内燃和铅酸叉车势在必行。在 2018 年的 CeMAT 展会上，公司对外发布了第一款锂电叉车车型，为 XC 系列电动锂电叉车，载重量为 2 至 3.5 吨，公司设计的这款锂电动力叉车突破了传统铅酸动力叉车的模式。随后每年公司都对锂电化产品进行了更新拓展，至今公司已经拥有多个系列锂电化产品，如 A/AE/X/XF/XH/XE/XC/XA 等，且多项涉及到填补国内空白。

公司锂电池具有使用寿命长、高能量密度、快速充电、免维护等多重优点。公司锂电池的设计方案涉及概念、预设计、设计、测试与验证多个步骤，超前的设计理念、稳定的化学成分、先进的生产线和严格的验证、测试，使得公司锂电池十分安全。锂电池不会释放任何有害气体，无需使用酸即可工作，并且无需像使用传统铅酸叉车那样更换电池组，从而防止操作人员疲劳。得益于智能电池管理系统，可持续监控电池，确保叉车安全运行。

图表62: 公司锂电池的安全设计方案



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

每个锂电池产品出厂前都进行了超过 273 项测试，以确保叉车锂电池的安全性和可靠性。电池组设计采用磷酸铁锂 (LiFePO4) 化学物质。这种化学物质已被证明是目前锂电池技术中最安全、最节能的化学物质。化学成分也很稳定，如果外壳被刺穿，也不会与环境发生反应。磷酸铁锂分子确保更安全的操作环境。公司每个锂电池产品在出厂之前都经过了机械冲击、外部防火、低压、挤压、针刺和振动等多道测试工序，保证每个锂电蓄电池的安全性。

图表63: 公司锂电池出厂前进行的测试和验证



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

4.2 海外业务呈欣欣向荣之势，后市场业务为公司培育新增长点

近年来，公司不断强化后市场建设，在叉车配件、租赁、维保生产再制造和支持等后市场不断进行着信息技术、人员培养等布局。全球叉车龙头后市场业务收入通常占比30%左右，可贡献40%左右的效益，公司目前占比仍然非常低。且随着全球叉车市场逐步发展成熟，叉车保有量上升到新高度以后，叉车后市场呈现一片欣欣向荣之势，公司也持续在租赁后市场投入。公司控股子公司杭叉集团租赁有限公司先后为集团打通了租赁融资渠道、建立区域租赁库、打造先进租赁平台、成立再制造中心、整合和并购等，集团在租赁市场初步取得成效。

图表64: 公司的后市场布局



资料来源: 中叉网, 国盛证券研究所

公司在叉车租赁市场具备较强优势，租赁有望成为公司新的利润增长点。公司凭借着在叉车行业数十年的发展，为自身在叉车租赁行业积累了几方面的优势，主要有：1) 品牌优势，公司有叉车生产40多年的制造经验，“杭叉集团”这个品牌已经在全世界享有盛誉；2) 产品优势，公司产品系列全、品种多、优质可靠且经济环保；3) 服务优势，公司在国内中大城市拥有全覆盖的营销服务网络；4) 人才优势，公司有大批量的专业优秀人才。

图表65: 公司在租赁市场的优势



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

海外业务欣欣向荣，公司海外营收占比持续提高。针对国内市场，公司继续积极布局 4S 营销服务中心，完成深圳、宜昌、石家庄、襄阳、郑州等销售子公司的提升改造，在区域营销、三包服务、配件供应、修理、租赁、技术培训等方面为客户提供优质的服务。针对海外市场，公司在澳大利亚、泰国等国家新设立销售子公司，与美国、德国、加拿大、荷兰、巴西等海外子公司形成联动，并聚焦重点市场发展了多家新的代理商，加快全球化布局进程。公司国内外旗舰店和网点铺设惠及全国/全球，助力公司持续提升海外叉车市场业绩。

图表66: 公司在欧洲的产品中心



资料来源: 中叉网, 国盛证券研究所

图表67: 公司国内外旗舰店



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表68: 公司在国内的网点铺设



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表69: 公司国内外旗舰店



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

4.3 横向拓展如 AGV 等产品品类，打造未来智能工业车辆企业

AGV 发展历程: 从布局到领军。公司于 2012 年率先布局 AGV 业务，开启智能化转型之路。2016 年借上市契机，募集 3530 万元助力《年产 800 台智能工业车辆研发制造项目》，智能板块由此起步。经多年深耕，杭叉智能、杭奥智能、汉和智能三大业务群成型，在多行业崭露头角。至 2023 年，AGV 业务迎来爆发，新增项目超 200 个，销售逾 1600 台，营收激增超 150%。杭叉智能斩获多项殊荣，荣登 2023 年中国无人叉车营收榜首，揽获高工全球金奖等。同时，起草 1 项国标、2 项行标，推出 12 款新 AGV，以技术创新与规模扩张，奠定行业领军之基，书写 AGV 发展的辉煌篇章。

智能叉车物流：引领未来，AGV 核心驱动。智能叉车物流已成叉车行业新方向。当下行业竞争激烈，传统业务受阻，智能物流则以高效、精准破局。公司聚焦 AGV 发展恰逢其时，其作为智能物流核心，能达成物料搬运自动化与精准化，契合现代物流需求。这助力公司从叉车供应商向综合服务商转型，在技术融合与系统集成等方面占优，提升品牌与竞争力。在行业变革里，AGV 助力构建多维度竞争壁垒。公司凭 AGV 整合资源，优化产品与业态结构，强化后市场与国际化布局，贴合多元需求，推动行业智能化转型，于未来竞争稳健前行，重塑行业生态，让公司在智能叉车物流浪潮中牢牢把握发展先机，奠定长远发展根基。

图表70: 自动化立体仓库+自动分拣



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表71: AGV 自动避障



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

智造投资多元竞进，巩固竞争优势。公司不仅仅局限于叉车产品，持续把公司相关业务扩张到仓储车、牵引车、无人驾驶叉车(AGV)等工业车辆、高空作业车辆、强夯机、清洁设备等相关整机及其关键零部件的研发、生产及销售，同时提供智能物流整体解决方案、自动化物流设备以及包括产品配件销售、车辆修理、租赁、改装、生产再制造等在内的工业车辆后市场业务。公司近年也不断推出更多叉车以外的性能优异的产品如氢燃料电池叉车、电动牵引车、扫地车、剪刀式高空作业平台，均有望给公司培育新的增长点。

图表72: 公司 XC 系列 2-3.5 吨氢燃料电池叉车



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表73: 公司 X 系列 35-60 吨电动牵引车



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表74: 公司 B1350 驾驶式扫地车



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表75: 公司全地形越野剪叉式高空作业平台



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

5 盈利预测与投资建议

我们的盈利预测基于以下关键假设：1) 预计叉车行业目前仍处于上行周期，全球叉车市场技术更迭和存量更新持续；2) 预计公司锂电化产品持续替代原有内燃和铅酸叉车，公司后市场业务即将进入业绩快速增长期，这些项目对公司业绩将会有重要贡献；3) 叉车行业本身属于成长性与周期性并重的行业，预计未来人口持续减少等，叉车行业下游客户的需求将会持续上行；4) 我们认为公司规模效应持续凸显，产品结构持续优化，预计未来毛利率将持续提升。

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 174.81/193.59/218.57 亿元，同比增速分别为 7.4%/10.7%/12.9%；2024-2026 年归母净利润为 20.07/23.18/26.93 亿元，同比增速分别为 16.7%/15.5%/16.2%。

图表 76: 公司盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	14412.42	16271.83	17480.78	19359.22	21857.03
YOY(%)	-0.53%	12.90%	7.43%	10.75%	12.90%
毛利率(%)	17.78%	20.78%	22.97%	23.16%	23.36%
叉车、配件及其他 (百万元)	13661.69	16027.63	17309.84	19213.92	21711.73
YOY(%)	1.56%	17.32%	8.00%	11.00%	13.00%
毛利率(%)	18.15%	20.79%	23.00%	23.20%	23.40%
其他业务 (百万元)	750.72	244.20	170.94	145.30	145.30
YOY(%)	-27.66%	-67.47%	-30.00%	-15.00%	0.00%
毛利率(%)	11.10%	20.27%	20.00%	18.00%	18.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

公司质地优秀，长期保持稳健增长，公司产品品类完善，广泛应用于物流、零售业、制造业等下游行业，公司凭借自身产品优异的性能和锂电池技术，跻身世界叉车强者之列，随着美国欧洲亚洲三大市场持续锂电化，存量叉车替代更新，人口数量持续减少，后市场业务逐渐成熟，公司有望进入业绩快速增长。基于同行业同类产品，我们选择安徽合力、诺力股份、浙江鼎力作为可比公司，考虑到公司作为国内民营叉车龙头，2023 年世界排名第 8，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 77: 可比公司估值情况 (股价选取 2024 年 12 月 24 日收盘价)

代码	名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603338.SH	浙江鼎力	324	21.2	25.6	30.3	15.2	12.6	10.7
600761.SH	安徽合力	163	14.6	16.9	19.6	11.2	9.7	8.3
603611.SH	诺力股份	49	4.9	5.6	6.7	9.8	8.6	7.3
	平均	178	13.6	16.0	18.9	12.1	10.3	8.8
603298.SH	杭叉集团	240	20.1	23.2	26.9	12.0	10.4	8.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 备注: 可比公司数据来自 Wind 一致预期

风险提示

- 1) 行业空间测算风险。**公司所处行业市场空间测算基于行业增速假设，若宏观因素等经济状况发生变化，将会对行业增速产生影响，可能造成行业空间测算产生偏差。
- 2) 行业竞争格局加剧风险。**虽然叉车行业属于相对成熟的市场，市场格局目前也相对稳定，若有强势进入者或其他突发因素导致行业竞争格局加剧，将会对我们的盈利预测与远期判断产生偏差。
- 3) 样本误差风险。**文中有地方对于行业或行业龙头的测算选择的样本较为单一，存在样本选择与全貌有误差的风险。
- 4) 宏观经济风险。**叉车行业属于与宏观经济重度相关的行业，若宏观经济未来发生较大的系统性风险，将会对整个行业和公司业绩产生影响。
- 5) 研发不及预期风险。**若公司对自身强势产品以及其他扩充的产品品类研发进度不及预期，将会给公司业绩增速造成影响，可能造成盈利预测产生偏差。
- 6) 测算误差风险。**市场空间与相关公司的弹性测算包含主观假设，结论与实际可能存在误差。且文中多次使用第三方机构测算数据，该数据与实际可能存在误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com