



公司研究 | 深度报告 | 杭叉集团 (603298.SH)

杭叉集团：叉车龙头走向全球，无人叉车、人形机器人开启新成长纪元

报告要点

公司作为我国叉车优秀制造商，产品布局全面、技术实力优异、渠道优势显著、全球布局深化，同时公司作为民营企业，营运效率位居行业前列。当前伴随国内制造业需求筑底企稳及人工替代趋势有望持续，公司叉车内销业务有望逐步改善；海外市场有望伴随欧美资本品需求回暖有所修复，同时公司国际化、绿色化、智能化优势显著，海外份额有望稳步提升。此外，公司锂电池、零部件、后市场、高空机械等多元化业务持续拓展，收购国自机器人深化智能化板块布局，公司有望开启新成长纪元。

分析师及联系人



赵智勇

SAC: S0490517110001

SFC: BRP550



臧雄

SAC: S0490518070005

SFC: BVO790



曹小敏

SAC: S0490521050001



王硕

杭叉集团 (603298.SH)

2025-12-12

杭叉集团：叉车龙头走向全球，无人叉车、人形机器人开启新成长纪元

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

杭叉集团：我国叉车优秀制造商，民营机制优势显现

公司成立于 1956 年，是有着近 70 年发展历程的高端装备制造企业，作为中国叉车行业优秀企业，产品销量与出口量长期稳居国内行业前列。公司持续夯实叉车主业，同时不断拓展并做大做强以智能物流、新能源锂电池、高空设备等为主的多元业务板块，近年来业绩保持稳步增长，2015-2024 年营收 CAGR 为 15.3%、归母净利润 CAGR 为 21.2%。同时，公司近年来盈利能力持续提升，或主要受益产品结构优化、海外占比提升拉动、原材料价格下降、内部降本控费等。此外，公司充分发挥民营机制优势，效率和营运能力处于行业前列。

叉车行业：国内制造业筑底企稳，全球提份额有空间，锂电化、智能化助力成长

国内来看，叉车销量趋势与下游制造业周期相关，对历史销量回溯看，大概 3-4 年为一个周期，当前国内制造业需求逐步筑底企稳；同时，人工替代、锂电化等因素对国内销量呈积极作用，弱化国内制造业波动周期，具有一定成长因素。全球来看，我国叉车龙头优势明显，国产品牌全球份额提升有空间；同时海外欧美资本品需求有望修复，新兴市场有望受益产能转移，我国龙头有望受益。此外，锂电化、智能化助力行业成长：1) 锂电化：近年来行业锂电占比持续提升，我国电动叉车销量占比从 2010 年 23%持续提升至 2024 年的 74%；其中 2019-2023 年我国电动叉车出口中，锂电占比从 14%快速提升至 57%；2) 智能化：无人叉车下游应用广泛，在各行业智能化转型升级的大趋势下，智能物流的市场需求持续增强，无人叉车渗透率提升空间广阔，我国龙头早有布局有望充分受益。

国际化、绿色化、智能化多轮驱动，助力公司开启新成长纪元

1) 国际化：公司持续完善全球网络布局，如 25H1 泰国生产基地正式开工建设，欧洲租赁公司、越南公司、马来西亚公司、印尼公司、美国智能物流公司等相继开张运营；公司全球化拓展成效显著，2020-2024 年海外主营收入 CAGR 达 37%，按销量计算的全球市占份额从 2015 年的 6.3%提升至 2023 年 11.5%。**2) 绿色化：**公司顺应行业趋势，纵深布局锂电、氢能源产品，研发投入力度持续加大，有望凭借新能源产品优势持续提升全球市场地位。**3) 智能化：**公司在智能板块具备深厚的技术积累和深度的市场布局，在智能物流行业具备先发优势，通过内生外延不断强化智能化业务综合竞争力，25 年 7 月收购国自机器人强化技术优势，25 年 10 月全球首次发布杭叉 X1 系列物流人形机器人，标志着公司完成了从传统工业车辆制造商向全场景智能物流解决方案提供商的战略升级，未来智能板块有望实现跨越式增长。

综上，公司作为我国叉车优秀制造商，产品布局全面、技术实力优异、渠道优势显著、全球布局持续深化。当前伴随国内制造业需求筑底企稳及人工替代趋势有望持续，公司叉车内销业务有望逐步改善；海外有望伴随欧美资本品需求回暖有所修复，同时国际化、绿色化、智能化优势显著，海外份额有望稳步提升。此外，公司锂电池、零部件、后市场、高空机械等多元业务持续拓展，智能板块布局持续完善，有望打开新增长极。预计 2025-2026 年公司分别实现归母净利润 22.58 亿、25.81 亿元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、制造业、叉车行业需求修复不及预期风险；
- 2、国际贸易关税风险及汇率波动风险；
- 3、原材料价格波动风险；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

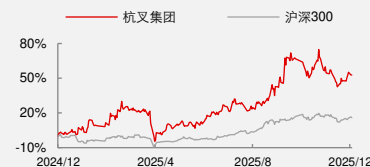
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	26.12
总股本(万股)	130,981
流通A股/B股(万股)	130,981/0
每股净资产(元)	8.69
近12月最高/最低价(元)	30.60/15.91

注：股价为 2025 年 12 月 9 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

我国叉车优秀制造商，民营机制优势凸显.....	6
“杭叉”品牌国内知名，布局叉车全系列产品	6
充分发挥民企机制优势，盈利表现优异	9
叉车行业：国内制造业筑底企稳，龙头全球提份额有空间，锂电化、智能化助力成长.....	11
叉车景气与下游制造业周期关联，国内逐步筑底企稳.....	11
龙头全球提份额有空间，海外市场景气有望边际改善	12
锂电叉车优势明显，助力海外份额持续提升	14
行业向智能化转型，无人叉车&智能物流空间广阔.....	17
杭叉集团：国际化、绿色化、智能化多轮驱动，助力公司开启新成长纪元.....	19
国际化：海外布局持续深化，增长成效显著	19
绿色化：纵深布局锂电、氢能源产品，公司作为龙头优势领先	21
智能化：加码无人叉车+人形机器人，有望迎来跨越式发展阶段	23
投资建议.....	27
风险提示.....	28

图表目录

图 1：公司叉车主要产品	7
图 2：公司多元化业务板块	7
图 3：公司股权结构图（截至 2025 年 9 月 30 日）	9
图 4：2015 年-25Q1-3 公司营业收入及增速.....	9
图 5：2015 年-25Q1-3 公司归母净利润及增速	9
图 6：2024 年公司叉车及配件业务营收占比 98.5%	10
图 7：2022-2024 年公司叉车及配件业务毛利率实现持续增长	10
图 8：2020-2024 年公司海外主营收入及占比持续提升	10
图 9：2021-2024 年公司海外业务毛利率总体呈增长态势	10
图 10：2021-2024 年公司盈利能力呈提升趋势	11
图 11：2021 年-25Q1-3 公司期间费用率情况	11
图 12：机动工业车辆（叉车）主要应用领域	11
图 13：我国叉车销量趋势与制造业周期相关	12
图 14：我国叉车行业销量历史发展阶段	12
图 15：2009-2024 年我国工程机械细分板块行业销量（万台）	12
图 16：25 年 8 月欧元区制造业 PMI 终值 50.7，创 38 个月新高	13
图 17：25 年 9 月我国叉车及高机出口西欧金额同比+62%	13
图 18：丰田工业 25Q3 北美叉车新机销量降幅显著收窄	14
图 19：25 年 8 月美国建筑机械新签订单同比+40%	14
图 20：25 年 4 月杭叉集团举行泰国制造基地奠基仪式	14
图 21：我国叉车行业销量产品结构变化	15

图 22: 2020-2024 年大车（剔除 3 类车）销量中电动化比例快速提升.....	15
图 23: 我国大车出口中，电动化比例从 2014 年 14.4%持续提升至 2023 年 40.7%.....	16
图 24: 我国电动大车出口中，锂电大车占比快速提升	16
图 25: 我国叉车海外市占率稳步提升.....	16
图 26: 无人叉车的代表类型	17
图 27: 无人叉车的主要应用环节	17
图 28: 2023 年我国无人叉车细分市场应用情况.....	17
图 29: 2018-2023 年中国无人叉车市场销量持续上升	18
图 30: 2018-2023 年中国无人叉车市场销售规模持续上升	18
图 31: 中国无人叉车销量在全球占比日益提升	18
图 32: 2018-2023 年中国无人叉车均价持续下降.....	18
图 33: 2019-2025 年中国无人叉车渗透率及预测.....	19
图 34: 公司全球销售网络图	19
图 35: 公司国外销售布局日益深化	20
图 36: 公司积极参加国外展会.....	20
图 37: 2016-2024 年公司海外主营收入占比及增速.....	20
图 38: 2023 年公司全球市占份额约为 11.5%	20
图 39: 2016-2024 年公司海外业务毛利率持续高于国内.....	21
图 40: XE 系列 4-5 吨锂电池平衡重式叉车.....	21
图 41: XC-Pro 系列 1.5-3.8 吨锂电池叉车	21
图 42: 2020-2024 年公司研发资金投入持续增长.....	22
图 43: 2020-2024 年公司研发人员投入持续增长.....	22
图 44: 公司新能源产品合集	23
图 45: 杭叉携手曼尼通在法国成立锂电池合资公司	23
图 46: 杭叉新能源与新氢动力签署 108 台 3.5 吨氢能叉车合同订单	23
图 47: 2024 年杭叉美国智能物流有限公司成立.....	24
图 48: 公司智能板块（截至 25H1）	24
图 49: 杭叉智能与法国 Aporlis 公司举行战略合作会谈	25
图 50: 杭叉集团与京东工业达成泰国战略合作	25
图 51: 杭叉智能新厂房规划图.....	25
图 52: 国自机器人板块.....	26
图 53: 杭叉 X1 系列物流人形机器人.....	27
表 1: 公司发展历程	6
表 2: 公司部分代表性产品介绍	8
表 3: 2023 年全球前 10 名叉车制造企业排名、营收规模情况.....	13
表 4: 非道路移动机械用柴油机排气污染物排放标准（国三、国四）	15
表 5: 公司新能源产品相关核心技术.....	22
表 6: 公司收入及利润敏感性分析（百万元）	28

我国叉车优秀制造商，民营机制优势凸显

“杭叉”品牌国内知名，布局叉车全系列产品

杭叉集团成立于 1956 年，是有着近 70 年发展历程的国产叉车优秀制造商。公司前身为 1956 年成立的杭州机械修配厂，1974 年该厂成功试制叉车，并于 1979 年更名为杭州叉车厂，开启叉车专业化生产之路。2000 年，原为国有企业的杭叉集团，成功改制成立杭州叉车有限公司，成为民营企业。2011 年，公司引入巨星集团作为战略合作伙伴，并于 2016 年底成功登陆上海证券交易所。2023 年，公司叉车累计产销量超 200 万台，同时，2025 年公司收购国自机器人，进一步深化智能物流业务。凭借近 70 年的研发制造积淀，公司现已发展成为中国领先的叉车研发、制造和出口基地之一。近年来公司在产品研发、市场拓展、智能制造、数字化转型等多维度持续创新，叉车销量屡创新高。

表 1：公司发展历程

年份	重要事件
1956	成立杭州机械修配厂，主要从事修配业务
1959	更名杭州通用机器制造厂，主要生产 cW6140 等普通机床等
1974	开始试制 CZ3 叉车并获得成功
1978	批量生产 CZ3 叉车，并成功试制 CPC3 叉车
1979	更名为杭州叉车厂，正式成为生产叉车的专业厂
1988	被机械电子工业部批准为国家二级企业；杭叉第 1 万台叉车诞生
1991	CPC3 叉车获唯一的国家最高奖银质奖
2000	改制成立杭州叉车有限公司，实行扁平化管理模式和两头强中间精的经营模式，走上快速发展道路
2003	设立浙江杭叉工程机械股份有限公司
2009	整体搬迁至浙江省临安经济开发区
2010	更名为杭叉集团股份有限公司
2011	引入巨星控股战略合作伙伴
2016	通过中国证券监督管理委员会 IPO 审核，12 月 27 日首发上市
2017	叉车年销量首次突破十万台
2018	收购杭重工程机械，杭叉横畈科技园（一期）投入使用
2019	杭叉科技园二期智能制造基地奠基
2020	叉车营业收入首次突破 100 亿元
2022	杭叉石桥厂区提升改造建设项目（科技园）开工奠基
2023	叉车产销量超 200 万台
2024	杭叉美国智能物流有限公司成立
2025	收购国自机器人，深化智能物流业务

资料来源：公司官网，公司公告，公司官方公众号，长江证券研究所

图 1：公司叉车主要产品



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 2：公司多元化业务板块



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司作为中国叉车行业领军企业，产品销量与出口量长期稳居国内行业前列。据美国《MMH 现代物料搬运杂志》，2023 年公司营业收入位列全球叉车企业第八位。公司专注于工业车辆及相关产品的全产业链运营，核心业务涵盖叉车、仓储车、牵引车等。公司持续推进全球化布局，强化海外营销和售后服务网络建设，形成由“杭叉总部-海外公司-代理商”组成的三层级服务网络体系，截至 25H1 末，公司在国内外市场布局了 80

余家直属销售公司及 600 余家授权经销商和特许经销店，覆盖全球 200 多个国家和地区。

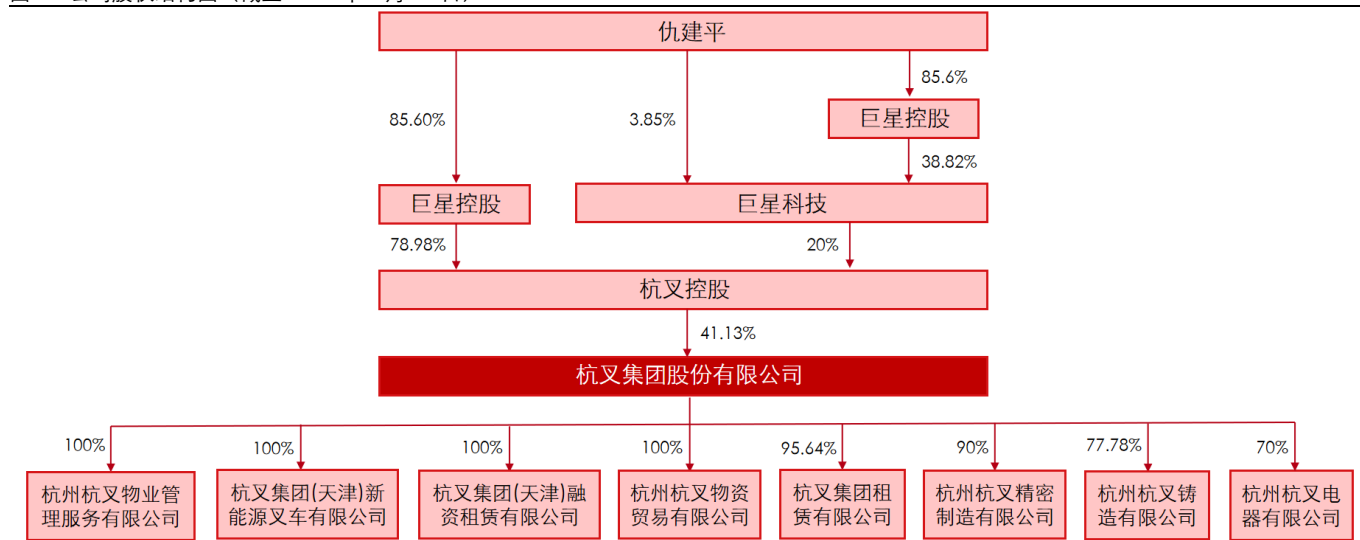
表 2：公司部分代表性产品介绍

产品类别	产品名称	产品图片	产品介绍	应用场景
内燃叉车	普通内燃叉车		采用柴油、汽油、液化石油气或天然气发动机作为动力，载荷能力 1.2~8.0 吨	在室外、车间或其他对尾气排放和噪音没有特殊要求的场所
	重型叉车		采用柴油发动机作为动力，载荷能力 10.0~52.0 吨	一般用于装载比较重型的产物，从而完成产品的搬运；主要常见于货物较重的码头、钢铁等行业的户外作业
	侧面叉车		采用柴油发动机作为动力，载荷能力 3.0~6.0 吨。货叉位于叉车的侧面，可以在不转弯的情况下，能够直接从侧面叉取货物，从而完成货物的搬运	常见于如木条、钢筋等长条型货物的搬运作业
	集装箱叉车		采用柴油发动机作为动力，载荷能力 8.0~45.0 吨	主要应用于集装箱搬运、装卸等辅助作业，常见于集装箱堆场或港口码头作业
	电动平衡重式叉车		采用蓄电池为动力，承载能力 1.0~8.0 吨	通常应用于室内操作和其它对环境要求较高的场所，如医药、食品等行业
	电动前移式叉车		车载荷能力为 1.0~2.5 吨，门架或货叉可以整体前移或缩回	主要用于室内、仓库、货架间作业
	电动叉车		车载荷能力为 1.6~3.0 吨，有步行式、站驾式和坐驾式等三种操作方式	主要用于仓库内的水平搬运及货物装卸
	电动托盘堆垛车		载荷能力为 1.0~2.5 吨，在结构上比电动托盘搬运叉车多了门架	主要用于仓库内的货物堆垛及装卸

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

公司实际控制人为仇建平，控股股东为浙江杭叉控股股份有限公司。截至 25 年 9 月 30 日，公司实际控制人是浙江杭叉控股股份有限公司董事长仇建平，控股股东为浙江杭叉控股股份有限公司，直接持有公司 53866.28 万股股票，约占公司总股本的 41.13%。

图 3：公司股权结构图（截至 2025 年 9 月 30 日）

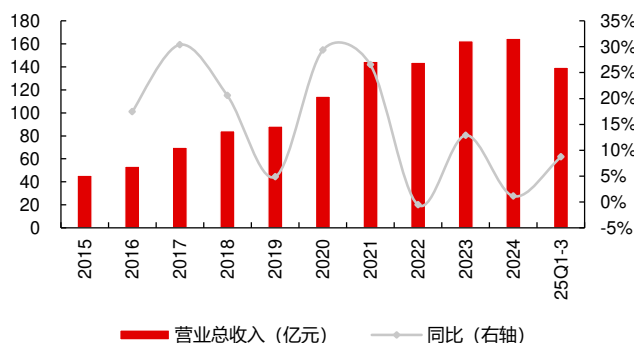


资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所（注：公司子公司数量较多，图中未全部列出）

充分发挥民企机制优势，盈利表现优异

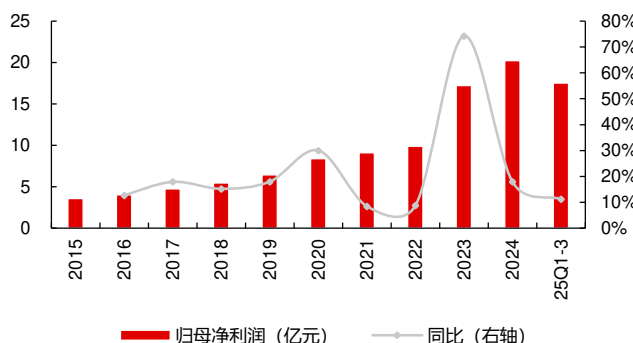
公司近年来业绩保持稳步增长。2015-2024 年，公司营收 CAGR 为 15.3%，归母净利润 CAGR 为 21.2%；25Q1-3 公司实现营业收入 139.72 亿元，同比增长 8.7%；实现归母净利润 17.53 亿元，同比增长 11.2%。公司持续夯实叉车主业，同时不断拓展并做大做强以智能物流、新能源锂电池、高空设备等为主的多元业务板块，为公司高质量发展注入强劲动力。

图 4：2015 年-25Q1-3 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

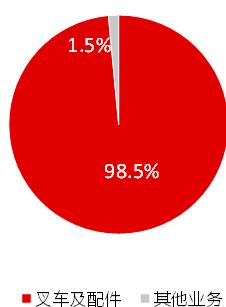
图 5：2015 年-25Q1-3 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

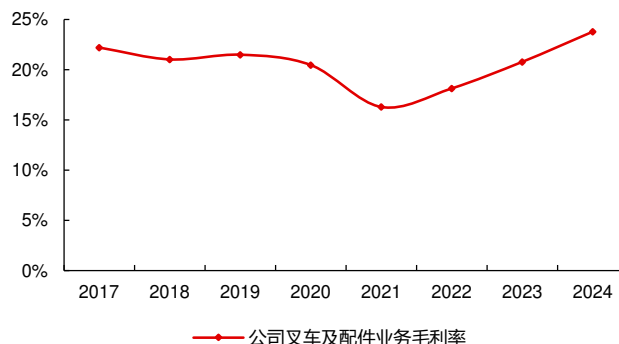
公司核心收入及利润贡献来自叉车及配件业务。2024 年公司叉车及配件业务实现收入 162.3 亿元，营收占比达 98.5%；实现毛利润 38.6 亿元，毛利占比达 99.5%；毛利率为 23.8%，同比增长 3pct。

图 6：2024 年公司叉车及配件业务营收占比 98.5%



资料来源：Wind，长江证券研究所

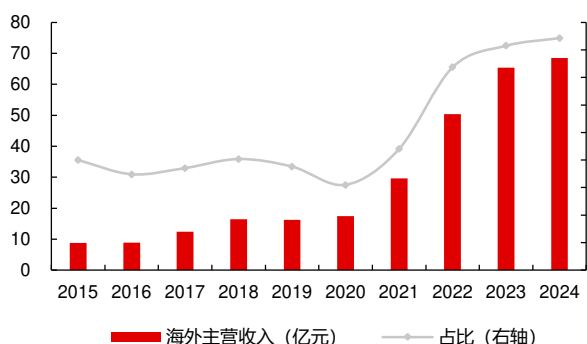
图 7：2022-2024 年公司叉车及配件业务毛利率实现持续增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

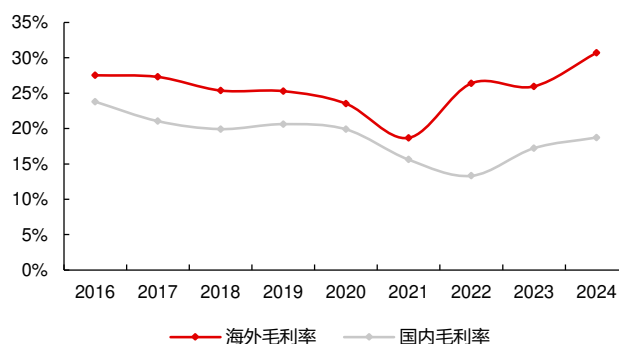
国际化拓展成效显著，近年来海外业务规模持续增长。公司坚定不移推进全球化发展战略，通过设立海外子公司、发布新能源产品、导入新能源车型等一系列举措，持续拓展并深化全球市场布局，运营能力与渠道建设均取得显著进展，为全球用户提供优质的工业车辆产品和服务。2024 年公司海外产品销量突破 10 万台的历史新高，海外主营收入由 2020 年的 17.44 亿元提升至 2024 年的 68.46 亿元；占主营收入比例由 2020 年的 15.5%提升至 2024 年的 42.2%。公司海外业务毛利率总体也呈增长态势，由 2020 年的 23.53%增长至 2024 年的 30.72%，大幅高于国内毛利率。

图 8：2020-2024 年公司海外主营收入及占比持续提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：2021-2024 年公司海外业务毛利率总体呈增长态势

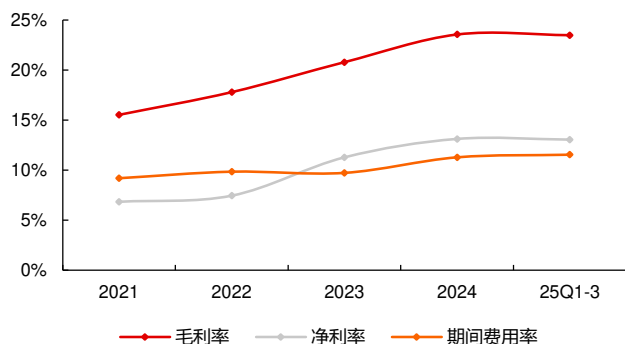


资料来源：Wind，长江证券研究所

公司 2021-2024 年毛利率、净利率呈提升趋势，或主要系：1) 产品结构优化：一方面，公司逐步向高附加值的大吨位产品拓展；另一方面，公司充分发挥新能源产品优势，大力拓展竞争力高、盈利能力强的锂电等新能源产品线；2) 海外占比提升拉动：公司持续推进全球化布局，强化海外营销和售后服务网络建设，推进海外业务拓展，高毛利率的海外收入占比提升带动整体盈利能力上行；3) 公司持续加强内部管理、降本控费、提升效率；4) 原材料价格下降等。

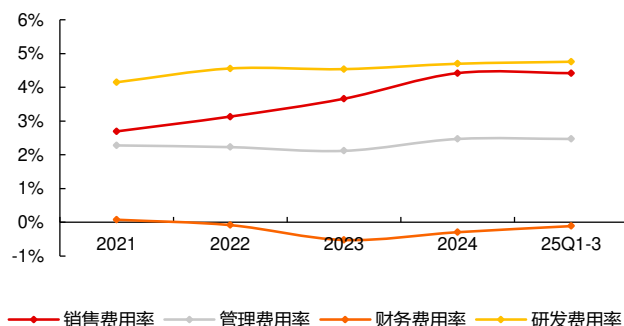
同时，公司充分发挥民企机制优势，强化经营管理，**效率和营运能力位居行业前列**。2024 年公司存货周转率为 5.61 次，应收账款周转率为 8.09 次，总资产周转率为 1.09 次，营运能力位居行业前列。

图 10：2021-2024 年公司盈利能力呈提升趋势



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：2021 年-25Q1-3 公司期间费用率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

叉车行业：国内制造业筑底企稳，龙头全球提份额有空间，锂电化、智能化助力成长

叉车景气与下游制造业周期关联，国内逐步筑底企稳

叉车行业下游应用广泛，行业需求与制造业和仓储物流行业相关度较高。叉车下游主要应用于制造业、交通运输业、仓储业、邮政业、批发和零售等多种行业，其中，制造业（如机械制造、食品饮料、石化、造纸、3C、汽车、电子等）应用占比为 60%-70%，仓储物流占比为 20%-30%。伴随物流技术进步、叉车属具的发展以及配套件的技术进步，叉车已成为一种多系列、多品种的物流运输、装卸、仓储搬运机械设备，景气度与宏观经济整体运行周期关联较为紧密。

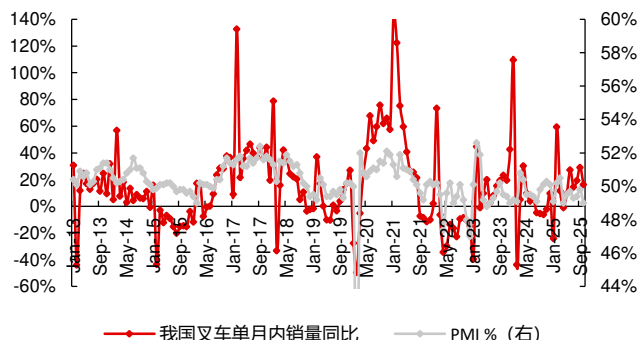
图 12：机动工业车辆（叉车）主要应用领域



资料来源：杭叉集团招股说明书，长江证券研究所

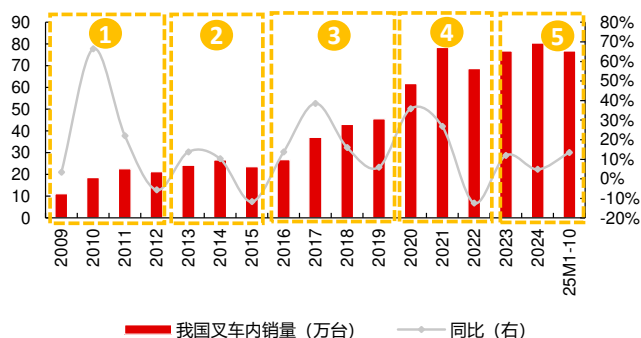
下游的广泛应用使得叉车需求与下游制造业周期相关，对历史销量回溯看，大概 3-4 年为一个周期，当前国内制造业周期逐步筑底企稳。从下游应用分布来看，叉车行业需求与制造业相关度较高。2016-2018 年制造业扩张，我国叉车行业销量中枢显著抬升；2020-2021 年制造业资本开支再次进入上行周期，叉车内销量进一步提升。当前国内制造业景气筑底，叠加人工替代趋势有望持续，行业销量有望持续上行。

图 13：我国叉车销量趋势与制造业周期相关



资料来源：Wind，中国工程机械工业协会，长江证券研究所

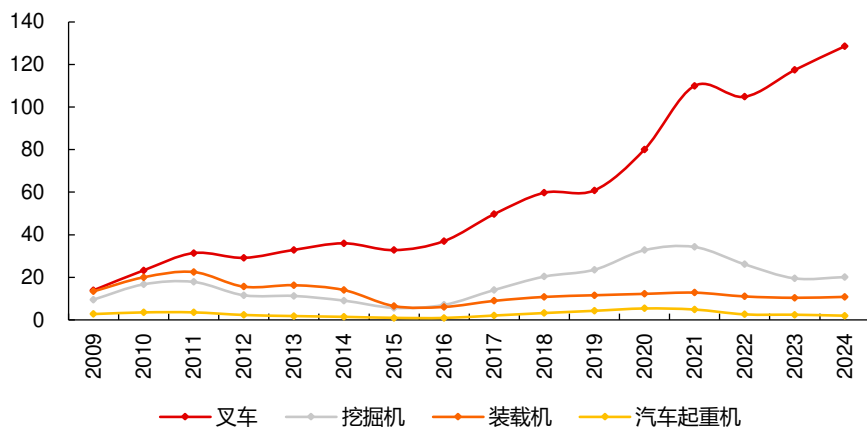
图 14：我国叉车行业销量历史发展阶段



资料来源：中国工程机械工业协会，长江证券研究所

此外，人工替代、锂电化等因素对国内销量呈积极作用，弱化国内制造业波动周期，具有一定成长因素。叉车虽然属于泛工程机械行业，但是叉车与其他传统工程机械明显不同。国内人工替代趋势、锂电化等因素对行业销量呈积极作用，具有一定成长因素。从销量来看，挖掘机、起重机、装载机等在过去 15 年的时间内具有比较明显的周期性，相较而言叉车行业偏弱周期，销量变化反映其成长性更加突出。

图 15：2009-2024 年我国工程机械细分板块行业销量（万台）



资料来源：中国工程机械工业协会，长江证券研究所

龙头全球提份额有空间，海外市场景气有望边际改善

我国叉车龙头优势明显，国产品牌全球份额提升有空间

从全球市场格局来看，叉车作为传统成熟行业，海外发展时间更久，行业格局以欧美龙头为主，国产品牌提份额仍有空间。全球范围来看，日本丰田、德国凯傲集团和德国永恒力为全球叉车龙头制造商前三位，2023 年营收分别为 163.22、93.59、61.28 亿美元。对于国产品牌而言，安徽合力、杭叉集团分别位居全球第 7、第 8 位，份额提升空间广阔；我国叉车龙头锂电化、智能化产品优势明显，同时海外本地化销售、研发、生产、后市场服务布局日益完善，全球份额有望稳步提升。

表 3：2023 年全球前 10 名叉车制造企业排名、营收规模情况

2023 年排名	公司名称	2022 年排名	2022 年营收 (亿美元)	2023 年营收 (亿美元)	同比
1	丰田工业公司	1	168.58	163.22	-3.18%
2	凯傲集团	2	78.53	93.59	19.18%
3	永恒力集团	3	52.63	61.28	16.44%
4	科朗设备	4	46.90	51.80	10.45%
5	三菱物捷士有限公司	5	46.30	46.37	0.15%
6	海斯特-耶鲁物料搬运设备公司	6	35.48	41.18	16.07%
7	安徽合力	7	22.12	24.67	11.53%
8	杭叉集团	8	20.35	22.97	12.87%
9	斗山工业车辆公司	9	16.88	20.02	18.60%
10	克拉克物料搬运公司	10	9.08	10.00	10.13%

资料来源：《MMH 现代物流搬运杂志》(2024)，中叉网，长江证券研究所

海外欧美资本品需求有望修复，新兴市场有望受益产能转移

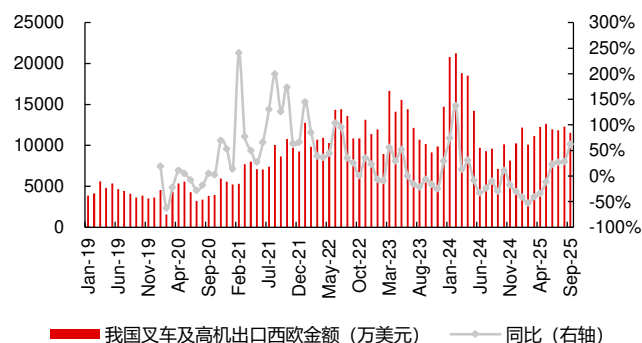
近期欧洲制造业需求或呈改善趋势。25 年 8 月欧元区制造业 PMI 终值 50.7，创 38 个月新高，并在随后的 10 月维持在 50.0 的水平，相比过去三年有明显改善。伴随欧洲市场制造业需求改善，资本品更新需求亦有望边际改善，叉车作为制造业相关的运营类产品，需求有望改善。

图 16：25 年 8 月欧元区制造业 PMI 终值 50.7，创 38 个月新高



资料来源：Trading Economics，长江证券研究所

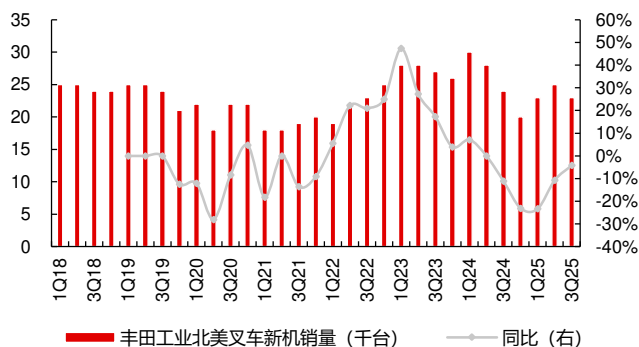
图 17：25 年 9 月我国叉车及高机出口西欧金额同比+62%



资料来源：海关总署，长江证券研究所

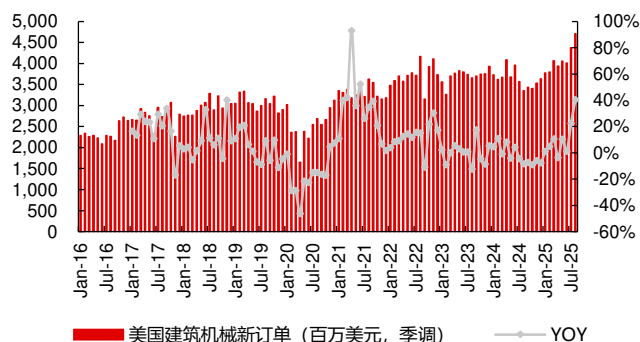
美国企业降税+降息预期+高端制造业回流预期等多因素叠加下，外资企业现金流有望改善，美国资本品需求有望修复。1) 2025 年 7 月，美国总统特朗普签署《大美丽法案》，降低美国企业税负，比如该法案将半导体企业在美建厂税收抵免比例从 25%大幅提升至 35%，以加速全球半导体巨头在美投资布局。2) 美联储主席鲍威尔今年曾多次释放降息信号。3) 美国总统特朗普通过加征关税、贸易谈判等途径，目的或在于增加其他国家在美投资，高端制造业有望回流。因此，多重利好因素叠加，美国资本品需求有望修复。美国建筑机械新签订单金额自 24 年下滑后，25 年以来已有所修复，25 年 8 月同比+40%；从海外龙头来看，丰田工业 25Q3 北美叉车新机销量降幅已显著收窄，北美本土叉车品牌海斯特耶鲁 25H1 新签订单已实现同比正增长 2%。

图 18：丰田工业 25Q3 北美叉车新机销量降幅显著收窄



资料来源：丰田工业官网，长江证券研究所

图 19：25 年 8 月美国建筑机械新签订单同比+40%



资料来源：美国商务部普查局，长江证券研究所

对新兴市场而言，叉车行业需求有望受益制造业产能转移。在国际贸易关税壁垒背景下，部分制造型企业将产能转向海外新兴市场，以应对关税摩擦，伴随制造业产能转移，有望带动叉车行业新增需求。同时，新兴市场工业化、城镇化进程有望持续，对叉车需求有望稳步向上。我国叉车龙头已在新兴市场布局生产基地、销售子公司、配件中心、售后网点等，有望充分受益新兴市场需求增长。

图 20：25 年 4 月杭叉集团举行泰国制造基地奠基仪式

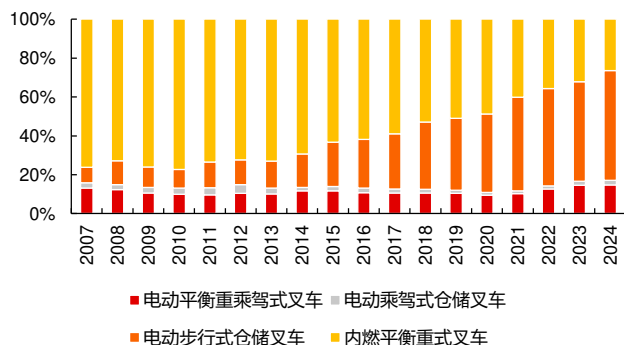


资料来源：杭叉集团官方公众号，长江证券研究所

锂电叉车优势明显，助力海外份额持续提升

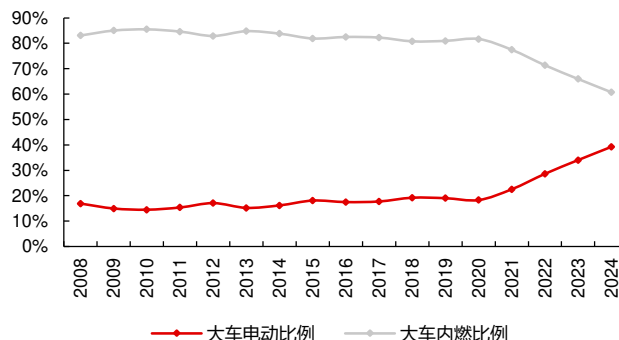
叉车行业电动化趋势明显，近年来电动化占比持续提升。从我国叉车行业整体销量来看，电动叉车销量占比从 2010 年 23% 持续提升至 2024 年的 74%。若剔除 3 类车，2020-2024 年叉车大车销量中电动化比例从 18% 快速提升至 39%。

图 21：我国叉车行业销量产品结构变化



资料来源：中国工程机械工业协会，长江证券研究所

图 22：2020-2024 年大车（剔除 3 类车）销量中电动化比例快速提升



资料来源：中国工程机械工业协会，长江证券研究所

一方面，环保政策加码促进叉车电动化趋势。1) 从我国来看，“国三”标准于 2015 年 10 月 1 日开始实施，“国四”标准也于 2022 年 12 月全面实施。“国四”标准的实施倒逼内燃叉车占比下降，伴随政策推进落实，存在排放污染的内燃叉车势必面临较大压力，同时，环保性能突出的电动叉车迎来良好发展机遇。2) 从海外来看，地方和国家环境立法或推动电动叉车取代内燃叉车。如 2024 年 6 月，美国加利福尼亚州空气资源委员会通过的零排放叉车法规计划从 2026 年开始禁止出售超过 12000 磅载重的大型内燃式 (LSI) 叉车。2024 年 9 月，欧盟通过《工业车辆零排放过渡法案》，要求 2030 年 1 月 1 日起禁止销售新柴油叉车，现有设备需在 2035 年前完成改造或淘汰。

表 4：非道路移动机械用柴油机排气污染物排放标准（国三、国四）

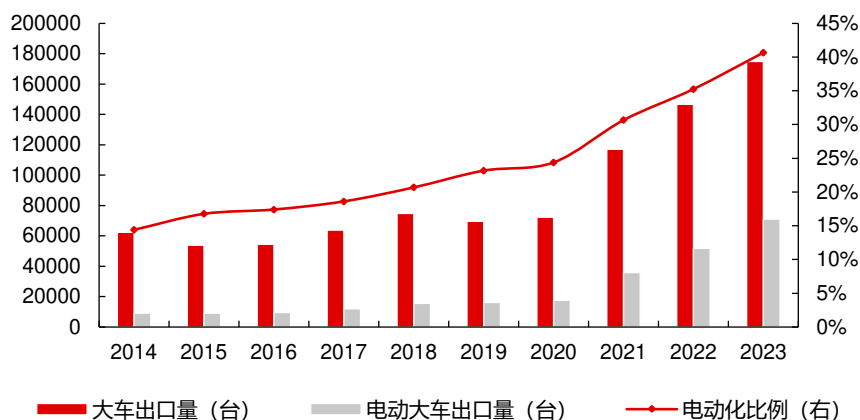
阶段	额定净功率 (P _{max})(kW)	CO (g/kWh)	HC (g/kWh)	NO _x (g/kWh)	HC+NO _x (g/kWh)	PM (g/kWh)
第三阶段	P _{max} >560	3.5	—	—	6.4	0.20
	130≤P _{max} ≤560	3.5	—	—	4.0	0.20
	75≤P _{max} <130	5.0	—	—	4.0	0.30
	37≤P _{max} <75	5.0	—	—	4.7	0.40
	P _{max} <37	5.5	—	—	7.5	0.60
第四阶段	P _{max} >560	3.5	0.40	3.5,0.67*	—	0.10
	130≤P _{max} ≤560	3.5	0.19	2.0	—	0.025
	75≤P _{max} <130	5.0	0.19	3.3	—	0.025
	56≤P _{max} <75	5.0	0.19	3.3	—	0.025
	37≤P _{max} <56	5.0	—	—	4.7	0.025
	P _{max} <37	5.5	—	—	7.5	0.60

资料来源：生态环境部，长江证券研究所（*注：适用于可移动式发电机组用 P_{max}>900kW 的柴油机）

另一方面，随着技术进步，电动叉车在下游仓储物流场景下更具优势。随着叉车电池、电机、电控等技术的进步，电动叉车在充电效率、重复充电次数、功率等核心指标上均明显提升。并且电动叉车噪声小、无污染，全生命周期使用成本低于内燃叉车。此外，近年来激增的大型物流仓库都属于室内应用场景，零噪音和低排放的要求更高。在室内环境下，叉车的作业距离较短，对电池的续航里程没有那么严格的要求，很大程度上降低了电池成本。

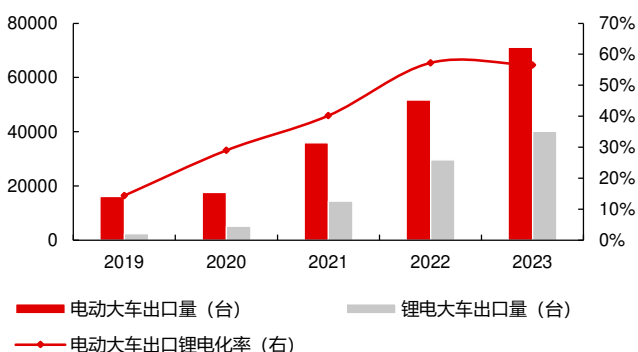
我国凭借锂电叉车出口优势，近年来海外份额快速提升。一方面，电动化是我国叉车出口增长的核心驱动力之一。我国叉车大车出口中，电动化比例从 2014 年 14.4% 持续提升至 2023 年 40.7%。另一方面，锂电化是电动化的核心增长点，相较于传统铅酸叉车，锂电叉车具有显著优势。锂电池能量密度提升 50% 以上，1-2 小时快充，寿命长达铅酸电池 3-5 倍，且重量更轻、随充随用，电池免维护，配合智能管理系统可大幅提升设备利用率并降低综合运营成本。同时，锂电池工作全程零排放，不含铅、镉等有毒物质，安全环保。国内锂电叉车逐步成熟，引领行业发展，近年锂电叉车外销量大幅增加打开叉车出海的增长空间，2019-2023 年我国电动大车出口中，锂电大车占比从 14% 快速提升至 57%，在锂电叉车出口高增的助力下，2019-2023 年我国叉车海外市占率从 15% 提升至 30%。随着中国叉车行业出口增长叠加全球叉车行业锂电化程度加深，我国叉车龙头企业有望持续扩大锂电叉车出口，进一步提升市场地位。

图 23：我国大车出口中，电动化比例从 2014 年 14.4% 持续提升至 2023 年 40.7%



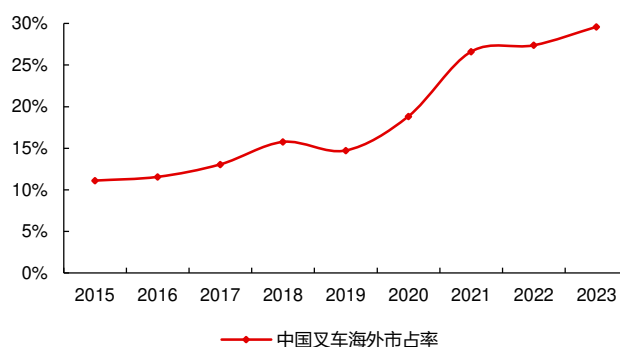
资料来源：中国工程机械工业协会，长江证券研究所（注：大车=1 类车+2 类车+4&5 类车，电动大车=1 类车+2 类车，以上均不含 3 类车）

图 24：我国电动大车出口中，锂电大车占比快速提升



资料来源：中国工程机械工业协会，长江证券研究所（注：电动大车=1 类车+2 类车，不含 3 类车）

图 25：我国叉车海外市占率稳步提升



资料来源：WITS，中国工程机械工业协会，Wind，长江证券研究所（注：中国叉车海外市占率=中国叉车出口量/（全球叉车销量-叉车国内销量））

行业向智能化转型，无人叉车&智能物流空间广阔

无人叉车是指作业安全性不取决于操作者,可自动行驶的叉车,包括平衡重式、前移式、插腿式、托盘堆垛式、托盘搬运式、侧面叉式等。无人叉车已经广泛应用于制造业及仓储物流领域,不仅可以承担点对点物流搬运环节,还可以在多个生产环节完成对接,在生产线上、仓库、车站、机场等多样的生产场景,根据进出口、生产线、上下线、装配线、传输线、货架、立体库等不同的需求,实现多种功能。无人叉车的应用范围不断扩大,正在成为多个行业和领域中提升效率、降低成本的关键工具。随着技术的不断进步和应用场景的不断拓展,无人叉车有望在未来发挥更大的作用。

图 26: 无人叉车的代表类型



图 27: 无人叉车的主要应用环节

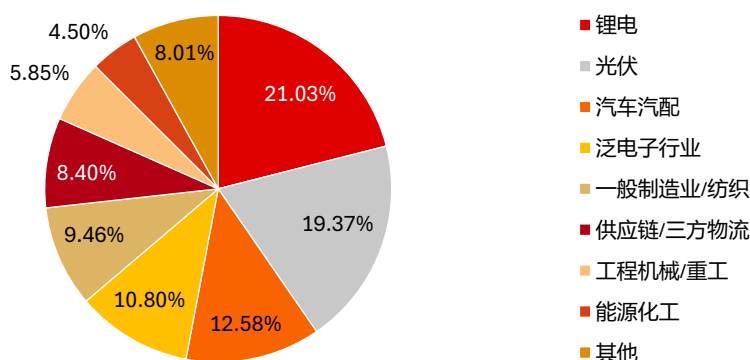


资料来源：杭叉集团官网，长江证券研究所

资料来源：移动机器人（AGV/AMR）产业联盟，长江证券研究所

无人叉车下游应用广泛。在物流、仓储、制造等行业，对高效、准确、安全的物料搬运设备的需求日益增加，无人叉车作为一种自动化、智能化的搬运设备，能够大幅提高物流运作的效率和准确性，因此受到了市场的广泛关注和青睐。无人叉车在国内市场的应用从烟草行业开始，因其导入成本高。近年来，随着无人叉车技术的进一步发展成熟以及成本的不断下降，其应用范围不断扩大，从工业制造到物流仓储，无人叉车逐渐渗透到各行各业。以 2023 年为例，无人叉车在锂电行业应用居多，占比为 21.03%，其次是光伏行业，占比为 19.37%；汽车汽配行业占比为 12.58%；泛电子行业占比为 10.80%；一般制造业/纺织行业占比为 9.46%；供应链/三方物流占比为 8.40%，工程机械/重工行业占比为 5.85%；能源化工行业占比为 4.50%；其他行业占比为 8.01%。

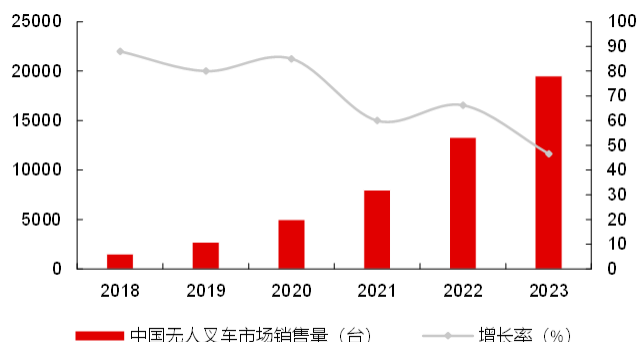
图 28: 2023 年我国无人叉车细分市场应用情况



资料来源：移动机器人（AGV/AMR）产业联盟，长江证券研究所

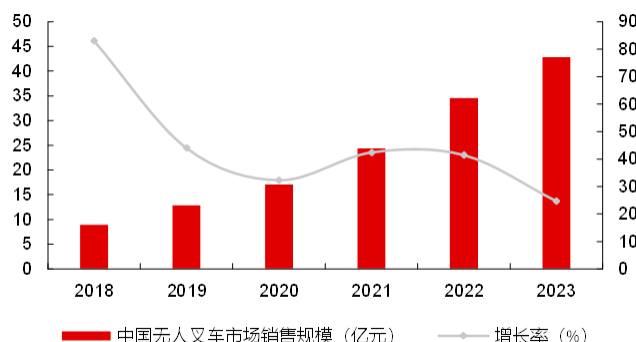
我国无人叉车市场规模快速增长，2018-2023 年市场销量 CAGR 达 67%。2023 年中国无人叉车销量达 19500 台，同比增长 46.62%；从价值量来看，市场规模约为 42.9 亿元，同比增长 23.70%。中国无人叉车在全球销量占比持续提升，从 2019 年的 47% 提升至 2023 年的 64%，我国已成为无人叉车的第一大销售市场。价格方面，近年来我国无人叉车单价显著下降，从 2018 年的约 60 万元/台降至 2023 年约 22 万/台，或主要系规模化、技术进步等等。

图 29：2018-2023 年中国无人叉车市场销量持续上升



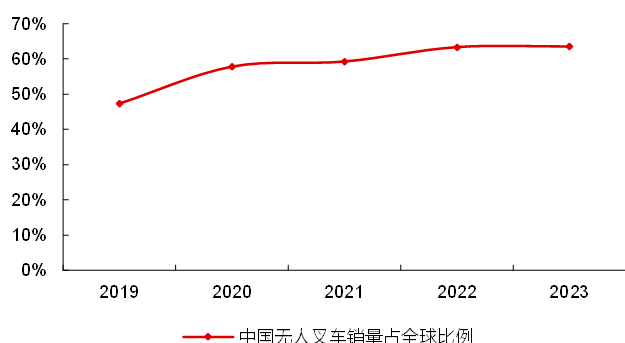
资料来源：移动机器人 (AGV/AMR) 产业联盟，长江证券研究所

图 30：2018-2023 年中国无人叉车市场销售规模持续上升



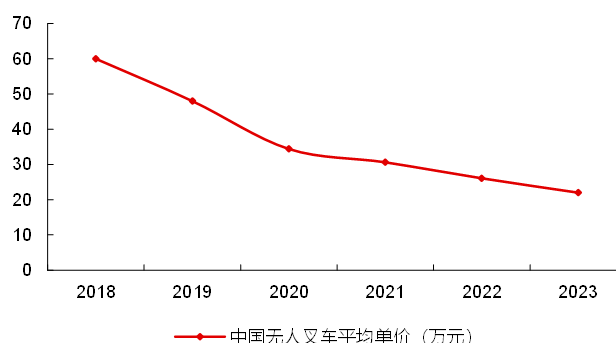
资料来源：移动机器人 (AGV/AMR) 产业联盟，长江证券研究所

图 31：中国无人叉车销量在全球占比日益提升



资料来源：移动机器人 (AGV/AMR) 产业联盟，长江证券研究所

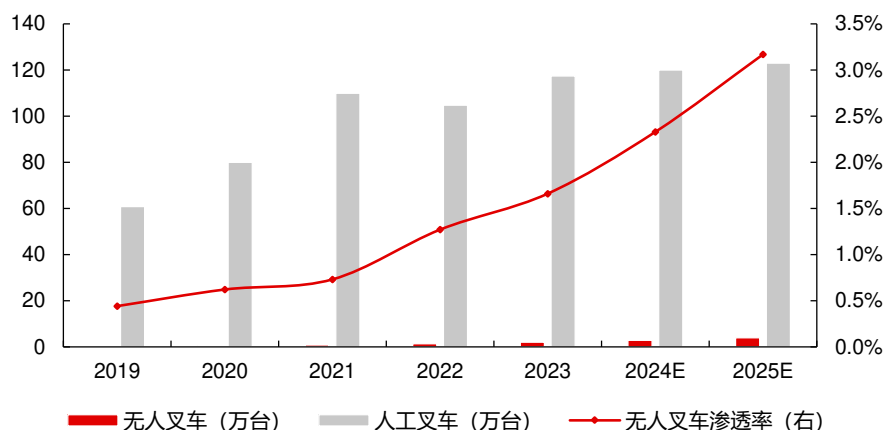
图 32：2018-2023 年中国无人叉车均价持续下降



资料来源：移动机器人 (AGV/AMR) 产业联盟，长江证券研究所

在各行业智能化转型升级的大趋势下，智能物流的市场需求持续增强，无人叉车渗透率提升空间广阔。展望未来，无人叉车有望不再是单一设备，而是深度融入智能物流系统，与自动分拣、机械臂等设备协同作业，实现全链路智能化。2023 年，中国无人叉车市场渗透率仅为 1.66%，无人叉车渗透率仍然有较大提升空间，随着部署成本下降与 AI 赋能，市场有望快速增长，渗透率有望持续上行。

图 33：2019-2025 年中国无人叉车渗透率及预测



资料来源：移动机器人（AGV/AMR）产业联盟，长江证券研究所

杭叉集团：国际化、绿色化、智能化多轮驱动，助力公司开启新成长纪元

国际化：海外布局持续深化，增长成效显著

公司持续完善全球网络布局，增强全球拓展效能。公司加速推进“生产本地化+市场全球化+服务属地化”战略落地，25H1 公司泰国生产基地正式开工建设，目前建设项目紧张有序展开，装配厂房钢结构首吊顺利完成，泰国工厂项目 25 年四季度有望高质量建成。25 年上半年欧洲租赁公司、越南公司、马来西亚公司、印尼公司、美国智能物流公司等业务型公司相继开张运营，新成立杭叉中亚有限公司、法国阿勒斯锂电池有限公司，目前公司海外子公司达 20 余家，形成了营销、研发、制造、租赁等方面的布局，实现了海外整体规划到精细化运营的转型升级，为公司国际化战略注入强劲动能。

图 34：公司全球销售网络图



资料来源：公司官方公众号，长江证券研究所

图 35：公司国外销售布局日益深化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

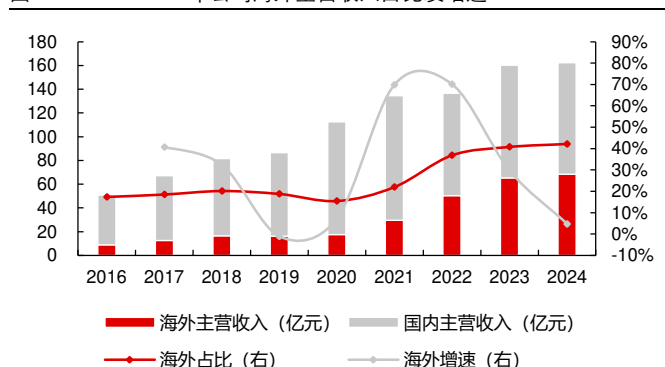
图 36：公司积极参加国外展会



资料来源：公司公告，长江证券研究所

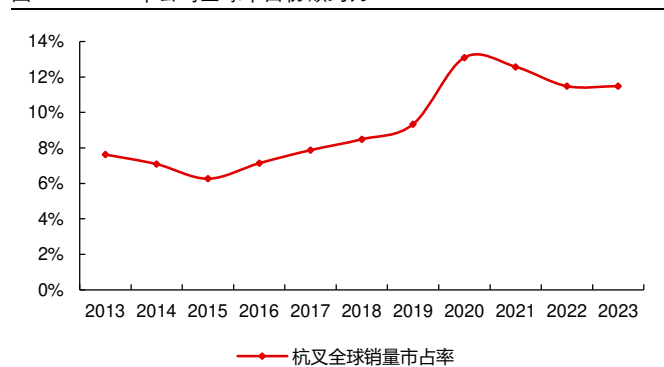
公司国际化拓展成效显著。按叉车销量口径计算，公司全球市占份额从 2015 年的 6.3% 提升至 2023 年 11.5%；2024 年公司海外产品销量突破 10 万台的历史新高，25H1 公司海外销量同比增幅超 25%。从主营收入来看，2020-2024 年公司海外主营收入 CAGR 达 41%，2024 年主营业务海外占比提升至 42.2%，全球化拓展成效显著。

图 37：2016-2024 年公司海外主营收入占比及增速



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

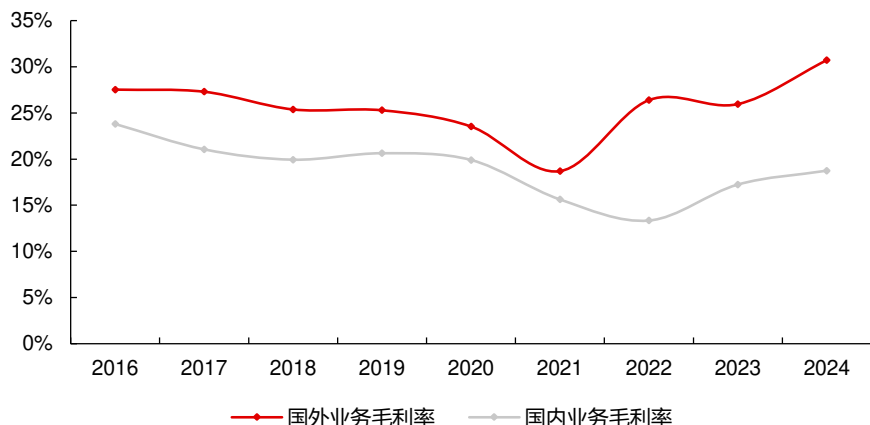
图 38：2023 年公司全球市占份额约为 11.5%



资料来源：WITS，公司公告，长江证券研究所

海外占比提升有望拉动综合盈利能力提升。2016-2024 年公司海外业务毛利率持续高于国内，如 2024 年海外业务毛利率比国内高 12pct，随着毛利率较高的海外业务占比提升，公司综合盈利能力有望进一步提升。

图 39：2016-2024 年公司海外业务毛利率持续高于国内



资料来源：Wind，长江证券研究所

绿色化：纵深布局锂电、氢能源产品，公司作为龙头优势领先

公司顺应行业趋势，积极布局锂电产品。公司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，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，产品应用于港口、汽车、钢铁及造纸等行业，在工业车辆减排降碳方面形成了“杭叉解决方案”。此外，公司还在行业内率先推出了锂电专用前移式叉车、氢燃料电池专用叉车、高压锂电越野叉车、永磁同步搬运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，低压锂电替代铅酸，高压锂电超越内燃。公司在新能源产品方面，形成了性能领先、型谱齐全、供应链稳定、品牌认可度高等先发优势，为行业中新能源产品系列最齐全的制造商之一，引领行业开启全电时代。

图 40：XE 系列 4-5 吨锂电池平衡重式叉车



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 41：XC-Pro 系列 1.5-3.8 吨锂电池叉车

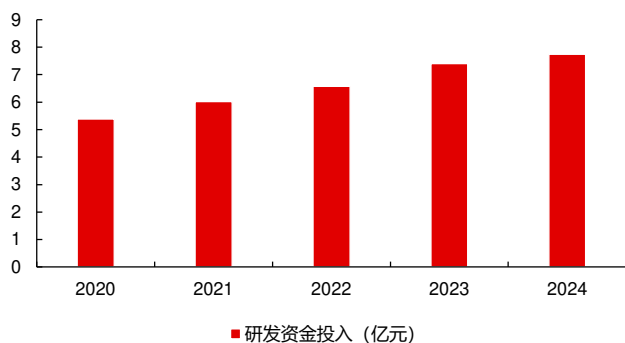


资料来源：公司官网，长江证券研究所

公司研发投入力度持续加大，产品优势领先。公司敏锐把握行业转型升级发展趋势，依托国家企业技术中心、国家认可实验室、国家级工业设计中心等省级以上技术创新平台资源及团队力量，以“绿色化、智能化、服务化”为技术创新重点发展方向，持续高效研发并向市场导入系列化新能源产品及智能工业车辆。2020-2024 年公司持续加大研发创新方面的资金投入和人员投入；目前，公司已成功构建了行业最为齐全的新能源产品

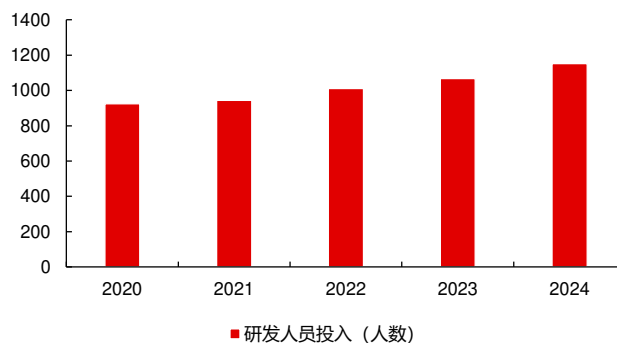
体系，48 吨高压锂电叉车、45 吨高压锂电集装箱正面吊、48 吨氢燃料电池叉车、高压锂电越野叉车等多个产品实现行业领先。

图 42：2020-2024 年公司研发资金投入持续增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 43：2020-2024 年公司研发人员投入持续增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司在新能源叉车领域拥有行业领先的技术水平。公司融合“人工智能、新能源、5G、物联网”等前沿技术的深度应用，聚焦工业车辆绿色智能、舒适安全、高效可靠、智慧物流、数字研发等技术领域，持续加大工业车辆核心技术研发投入，掌握了工业车辆锂电专用架构、高效大扭矩永磁同步电机技术、高电压平台技术、智慧安全系统、多传感器融合主动安全系统、集群协同调度算法等系列关键技术，持续高效研发并向市场导入系列化新能源产品及智能工业车辆。

表 5：公司新能源产品相关核心技术

序号	核心技术名称
1	工业车辆锂电专用架构
2	高效大扭矩永磁同步电机技术
3	高电压平台技术
4	智慧安全系统
5	多传感器融合主动安全系统
6	集群协同调度算法等系列关键技术

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 44：公司新能源产品合集



资料来源：公司公告，长江证券研究所

积极与合作伙伴形成“强强联合”，深化新能源产品布局。2025 年 7 月 17 日，公司与曼尼通集团（Manitou Group）宣布将成立合资公司，专注于工业车辆锂离子电池的制造与销售，面向全球，帮助客户实现铅酸电池车辆向高性能锂电的升级。2025 年 7 月 18 日，杭叉集团旗下杭叉集团（天津）新能源叉车有限公司与天津新氢动力科技有限公司正式签署 108 台 3.5 吨氢能叉车合同订单，叉车搭载高效燃料电池系统，具有零排放、高效率、长续航、加氢快等优势，可满足高强度、连续作业的物流需求，助力客户实现绿色低碳运营。

图 45：杭叉携手曼尼通在法国成立锂电池合资公司



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 46：杭叉新能源与新氢动力签署 108 台 3.5 吨氢能叉车合同订单



资料来源：公司官网，长江证券研究所

智能化：加码无人叉车+人形机器人，有望迎来跨越式发展阶段

公司较早布局智慧物流领域，具备先发优势。公司在行业中较早布局智慧物流领域新赛道，如 2012 年开始自主研发 AGV 设备，2016 年与科尔摩根签订了 AGV 技术的战略合作协议，2018 年成立浙江杭叉智能科技有限公司，2022 年设立杭叉奥卡姆拉有限公司，2024 年成立杭叉美国智能物流有限公司等。

图 47：2024 年杭叉美国智能物流有限公司成立



资料来源：杭叉国自智能公众号，长江证券研究所

公司产品布局全面，具备智慧物流生态解决方案集成优势。截至 25H1，公司组建了杭叉智能、杭奥智能、汉和智能三大业务群，打造产业链一体化建设，研发了堆垛、全向、前移、平衡重系列化 AGV 产品，搭载不同导航方式，形成了涵盖 AGV 产品、立式存储和软件集成系统在内的智能物流整体解决方案，根据客户需求进行定制化、场景化的产品开发和工程服务，实现 1000 余个项目落地应用，为光伏、橡胶、锂电、3C 电子、食品、医药、陶瓷、饮料等行业解决了多样化复杂场景智慧物流难题，打造了饮料龙头企业成品工厂项目、金属制品行业智能物流系统集成项目等一大批标杆工程。

图 48：公司智能板块（截至 25H1）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

在内生发展的同时，公司积极进行外部战略合作，形成协同发展效应。如 25 年 3 月，杭叉智能与法国 Aprolis 公司举行战略合作会谈，双方围绕智能物流设备租赁业务达成深度合作共识，在租赁业务上，杭叉智能提供 AGV 设备和技术支持，Aprolis 公司负责市场推广、项目落地及客户服务，共同开拓欧洲智慧物流市场新机遇。25 年 7 月，杭叉智能及杭叉（泰国）公司与京东工业在泰国签署战略合作协议，双方约定，京东工业正式成为杭叉智能在泰国的“首席合作伙伴”，杭叉（泰国）公司同步入驻京东工业；京东

工业基于本地电商和供应链服务，与杭叉在智慧物流解决方案上深度合作，一起在泰国进行业务拓展；同时共同推进杭叉集团泰国制造基地的建设，共同服务泰国的中国出海企业和泰国本地企业。

图 49：杭叉智能与法国 Aporlis 公司举行战略合作会谈



资料来源：杭叉国自智能公众号，长江证券研究所

图 50：杭叉集团与京东工业达成泰国战略合作



资料来源：杭叉国自智能公众号，长江证券研究所

得益于全方位的深度布局，公司智能化业务近年来已进入高速增长期，后续新厂房投产有望进一步提升公司在智能物流领域的影响力和市场份额。2024 年公司智能板块销售订单、营收同比增长超 60%，利润同比增长超 100%；2025H1 公司智能板块新增订单同比增长约 64.5%，营收增幅 45.74%，集成项目较去年同期增长 86.31%。为拓展智能物流板块版图，杭叉智能于 2023 年末新增 76.4 亩土地资源，全力推进 13.3 万 m² 厂房建设项目，于 2025 年 1 月顺利实现主体结构结顶。该项目计划投资 10.16 亿元，预计于 25 年年底正式竣工投产，届时，其年产规模将达到 AGV（AMR）10000 台、堆垛机 1000 套以及输送线 10 万米，有望成为智能物流领域的又一重要生产基地，进一步提升公司在智能物流领域的影响力和市场份额。

图 51：杭叉智能新厂房规划图



资料来源：杭叉国自智能公众号，长江证券研究所

公司 25 年 7 月拟收购国自机器人，加深智能化业务板块布局，有望强化技术优势，加速从“产品输出”向“生态构建”战略升级。国自机器人成立于 2011 年 11 月，自创立以来坚持围绕“移动机器人”产品的开发和推广，依托工业自动化国家工程研究中心、

工业控制技术国家重点实验室和浙江大学智能控制研究所，集科研开发、生产制造、市场营销及工程服务为一体，致力于市场提供具有国际竞争力的机器人技术、产品和解决方案。目前国自机器人业务已覆盖与机器人相关的工业、公用事业、教育等众多领域，主要提供巡检机器人、智能仓储机器人 AGV 及针对工业制造、装配、检测、物流及仓储等环节提供全面的自动化解决方案。与市场上各行业龙头企业例如国家电网、南方电网、沈阳宝马、上海大众、巨星科技、娃哈哈集团、杭叉集团、浙江西子重工集团、中国联合工程公司等开展合作。25 年 7 月，公司控股子公司杭叉智能拟以增资扩股的方式收购国自机器人。本次增资扩股完成后，公司持有杭叉智能 44.28% 的股权，杭叉智能仍然为公司控股子公司，同时杭叉智能持有国自机器人 99.23% 股份。

图 52：国自机器人板块



资料来源：公司官方公众号，长江证券研究所

全球首次发布杭叉 X1 系列物流人形机器人，标志着公司完成了从传统工业车辆制造商向全场景智能物流解决方案提供商的战略升级。2025 年 10 月，在上海 CeMAT ASIA 2025 亚洲国际物流展上，公司全球首次发布 X1 系列物流人形机器人，该产品深度融合“轮式高效移动与人形灵巧操作”核心优势，可完成原箱的转运和码垛/拆垛、料箱的转运和堆叠/拆垛等多种场景作业，具备卓越的可靠性、作业性能和泛化能力，突破传统自动化“刚性”局限，在非结构化环境中可实现“手、脚、眼、脑”协同，为物流业提供终极柔性解决方案。展望未来，公司有望持续加大在机器人领域的战略投入，以物流人形机器人为新起点，有望推动智能物流与智能制造深度融合。

图 53：杭叉 X1 系列物流人形机器人



资料来源：公司官方公众号，长江证券研究所

综上，公司在智能板块具备深厚的技术积累和深度的市场布局，在智能物流行业具备先发优势，通过内生外延不断强化智能化业务综合竞争力。同时，收购国自机器人后，公司有望进一步整合智能物流上下游相关资源，提升智能物流领域的整体解决方案能力和市场渠道拓展能力，通过整合双方资源，实现优势互补，有望实现公司智能板块的跨越式增长。

投资建议

公司作为我国叉车优秀制造商，产品布局全面、技术实力优异、渠道优势显著、全球布局持续深化。当前伴随国内制造业需求筑底企稳及人工替代趋势有望持续，公司叉车内销业务有望逐步改善；海外有望伴随欧美资本品需求回暖有所修复，同时国际化、绿色化、智能化优势显著，海外份额有望稳步提升。此外，公司锂电池、零部件、后市场、高空机械等多元业务持续拓展，智能板块布局持续完善，有望打开新增长极。预计 2025-2026 年公司分别实现归母净利润 22.58 亿、25.81 亿元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、制造业、叉车行业需求修复不及预期风险。叉车行业需求与制造业景气相关，当前国内制造业处于弱修复阶段，叉车需求修复存在一定的波动性。往后看，若由于经济、制造业复苏不及预期，将影响叉车行业销量，或对公司的经营环境产生不利影响。
- 2、国际贸易关税风险及汇率波动风险。出口已成为公司的重要收入利润来源，但国际贸易存在不稳定因素，若产品遭遇国际贸易关税壁垒或汇率波动较大等因素，则会对公司叉车产品出口产生不利影响。
- 3、原材料价格波动风险。公司主要收入和利润来源为叉车产品销售，叉车的成本中原材料占比较高。若原材料价格发生大幅波动，可能对公司盈利能力产生影响。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，短期看，我们预计今年公司国内业务有望筑底修复，海外业务预计延续增长。中长期看，国产叉车优势企业竞争力不断增强，凭借锂电化、智能化等优势，全球份额有望稳步提升。基于上述假设，我们预测 2025-2026 年公司营收分别为 181.55 亿元、200.55 亿元，增速分别为 10.1%、10.5%；预计 2025-2026 年归母净利润分别为 22.58 亿元、25.81 亿元，同比增速分别为 11.6%、14.3%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，悲观假设下，若国内市场修复不及预期、海外市场需求不及预期，或受到汇率波动等国际贸易风险影响，则公司未来收入/业绩增速或受影响，假设悲观情况下，2025、2026 年公司营业收入同比增速分别降低至 6.0%、7.0%，毛利率分别降至 23.5%、23.5%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至 5.7%、8.2%。

表 6：公司收入及利润敏感性分析（百万元）

	基准情形			悲观情形		
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
营业收入	16,486	18,155	20,055	16,486	17,475	18,698
YOY	1.1%	10.1%	10.5%	1.1%	6.0%	7.0%
毛利率	23.6%	23.7%	24.0%	23.6%	23.5%	23.5%
归母净利润	2,022	2,258	2,581	2,022	2,138	2,313
YOY	17.9%	11.6%	14.3%	17.9%	5.7%	8.2%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16486	18155	20055	22155	货币资金	4108	6217	8435	11485
营业成本	12603	13851	15245	16811	交易性金融资产	80	180	280	380
毛利	3883	4304	4810	5344	应收账款	2466	1866	2905	2357
%营业收入	24%	24%	24%	24%	存货	2306	2532	2774	3070
营业税金及附加	73	82	90	100	预付账款	343	374	412	454
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	1007	946	1149	1131
销售费用	728	772	822	886	流动资产合计	10311	12114	15956	18877
%营业收入	4%	4%	4%	4%	长期股权投资	2364	2464	2514	2614
管理费用	407	418	421	443	投资性房地产	67	77	87	97
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	2197	2319	2337	2311
研发费用	774	853	902	997	无形资产	402	441	479	517
%营业收入	5%	5%	5%	5%	商誉	11	11	11	11
财务费用	-49	-86	-75	-97	递延所得税资产	117	117	117	117
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	894	834	794	770
加: 资产减值损失	-33	-8	-20	-20	资产总计	16363	18376	22295	25313
信用减值损失	-72	-5	-15	-15	短期贷款	332	482	532	582
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	2565	2437	3068	3002
投资收益	383	363	361	399	预收账款	1	2	2	2
营业利润	2442	2727	3118	3537	应付职工薪酬	129	139	152	168
%营业收入	15%	15%	16%	16%	应交税费	178	182	201	222
营业外收支	1	2	2	2	其他流动负债	1975	1811	2244	2100
利润总额	2444	2728	3119	3538	流动负债合计	5180	5051	6199	6075
%营业收入	15%	15%	16%	16%	长期借款	55	65	75	85
所得税费用	283	314	359	407	应付债券	0	0	0	0
净利润	2161	2414	2761	3131	递延所得税负债	1	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	2022	2258	2581	2928	其他非流动负债	242	222	222	222
少数股东损益	139	157	179	204	负债合计	5477	5338	6496	6382
EPS (元)	1.54	1.72	1.97	2.24	归属于母公司所有者权益	10164	12159	14741	17669
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	722	879	1058	1262
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	10886	13038	15799	18930
经营活动现金流净额	1337	2590	2421	3266	负债及股东权益	16363	18376	22295	25313
取得投资收益收回现金	28	363	361	399	基本指标				
长期股权投资	-381	-100	-50	-100		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-433	-477	-426	-426	每股收益	1.54	1.72	1.97	2.24
其他	258	-130	-130	-130	每股经营现金流	1.02	1.98	1.85	2.49
投资活动现金流净额	-528	-344	-245	-257	市盈率	16.96	15.15	13.25	11.68
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.37	2.81	2.32	1.94
股权融资	50	0	0	0	EV/EBITDA	12.92	10.87	8.58	6.80
银行贷款增加 (减少)	-541	160	60	60	总资产收益率	12.4%	12.3%	11.6%	11.6%
筹资成本	-585	-277	-18	-19	净资产收益率	19.9%	18.6%	17.5%	16.6%
其他	554	-20	0	0	净利率	12.3%	12.4%	12.9%	13.2%
筹资活动现金流净额	-523	-137	42	41	资产负债率	33.5%	29.0%	29.1%	25.2%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	286	2109	2218	3049	总资产周转率	1.09	1.05	0.99	0.93

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。