

电动+国际化双增长点，“合力”迎来新机遇

投资要点

- **推荐逻辑：1) 下游制造业将进入补库存周期，叉车需求改善：**目前制造业库存周期处在主动去库存的尾声，2023年下半年或2024年上半年将进入主动补库存阶段，叉车作为通用设备将迎来上升周期。公司是国内叉车龙头企业，将受益于行业增长。**2) 积极布局锂电叉车及后市场服务，优化收入结构：**锂电叉车经济性更好，将逐步替代铅酸电池叉车和内燃叉车，公司抓住机遇，着力研发锂电叉车；同时发展零部件板块，为叉车行业提供后市场服务。**3) 拓展海外销售渠道，创造盈利新增长点：**公司拥有4家海外中心，2022年外销营收占比30%，目前正在积极布局海外销售渠道，随着新的渠道逐步建成，公司外销板块正处于红利释放期。
- **下游制造业将进入补库存周期，叉车需求改善。**自2002年我国加入WTO以来，已经历五轮完整的库存周期，平均耗时40.2个月。新的补库存周期将在2023年下半年或2024年上半年到来。2015-2017年行业上行周期时销售的叉车已逐步达到8年服役期限，叉车替换需求迎来增长。下游制造业景气度提升利好叉车需求增长，公司作为国内行业龙头，连续32年叉车国内产销量第一，2022年市占率24.9%，未来将充分受益于叉车行业增长。
- **积极布局锂电叉车及后市场服务，优化收入结构。**从全生命周期来看，锂电叉车经济性更好，公司凭借自身大平台优势，积极研发锂电叉车，2022年公司一类车锂电占比超过65%，三类车锂电占比近100%。同时公司向上游发展，实现核心零部件自产，在提高产品毛利率的同时也为国内友商提供关键零部件，2022年公司零部件板块营收占比仅为16%，预计2025年营收占比可达25%。
- **拓展海外销售渠道，创造盈利新增长点。**公司凭借国内完善的锂电产业链优势，以高性价比、短交期的锂电叉车迅速打开国际市场，2022年公司海外市占率仅为3%，外销板块具有较高成长性。2022年公司外销收入占比30%，随着新的海外销售渠道建成，公司外销营收将保持高速增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年公司归母净利润分别为10.8、13.8、16.8亿元，给予公司2023年18倍PE，对应目标价26.28元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济增速不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动等风险。

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 15673.14 | 18158.90 | 21429.32 | 24605.14 |
| 增长率 | 1.66% | 15.86% | 18.01% | 14.82% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 904.14 | 1079.99 | 1382.60 | 1683.35 |
| 增长率 | 42.62% | 19.45% | 28.02% | 21.75% |
| 每股收益EPS(元) | 1.22 | 1.46 | 1.87 | 2.27 |
| 净资产收益率ROE | 13.90% | 15.14% | 16.77% | 17.67% |
| PE | 18 | 15 | 12 | 10 |
| PB | 2.37 | 2.22 | 1.95 | 1.69 |

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：邵桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tgl@swsc.com.cn

分析师：王宁
执业证号：S1250523070007
电话：021-58351893
邮箱：wn@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 7.40 |
| 流通A股(亿股) | 7.40 |
| 52周内股价区间(元) | 9.88-22.2 |
| 总市值(亿元) | 160.40 |
| 总资产(亿元) | 124.24 |
| 每股净资产(元) | 8.11 |

相关研究

目 录

| | |
|--|-----------|
| 1 深耕主业六十余载，业绩稳健增长 | 1 |
| 1.1 国内叉车龙头企业，产品种类齐全..... | 1 |
| 1.2 营收持续增长，盈利能力提升..... | 3 |
| 1.3 国资背景加持，股权结构稳定..... | 4 |
| 2 中国是全球最大的叉车消费市场，行业增长未来可期 | 5 |
| 2.1 叉车品类众多，下游应用广泛..... | 5 |
| 2.2 全球叉车销量持续增长，亚洲占比超过一半..... | 6 |
| 2.3 降本增效需求迫切，“叉车代人”稳步推进..... | 8 |
| 2.4 国际市场竞争激烈，国内形成“双巨头”格局..... | 10 |
| 3 叉车技术不断更新，电动智能化成为必然趋势 | 11 |
| 3.1 政策+成本+结构三驱动，叉车电动化趋势明显..... | 11 |
| 3.2 锂电化、智能化大势所趋..... | 14 |
| 3.3 预计 2025 年国内叉车销量 134 万台，规模达 580 亿元..... | 15 |
| 4 充分受益于市场增长，强者恒强 | 16 |
| 4.1 合力杭叉不分伯仲，龙头优势明显..... | 16 |
| 4.2 加大研发投入，通过收购布局电动仓储叉车..... | 18 |
| 4.3 优质服务锁定客户，加速布局海外市场..... | 19 |
| 4.4 发力叉车后市场，抓住行业新机遇..... | 19 |
| 5 盈利预测与估值 | 20 |
| 5.1 盈利预测..... | 20 |
| 5.2 相对估值..... | 21 |
| 6 风险提示 | 21 |

图 目 录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司聚焦叉车行业六十余载..... | 1 |
| 图 2: 公司主要产品图谱..... | 2 |
| 图 3: 公司主营业务为各类叉车整车及零部件..... | 2 |
| 图 4: 2022 年公司主营业务毛利率下降趋势得到改善..... | 2 |
| 图 5: 公司主营业务为各类叉车整车及零部件..... | 3 |
| 图 6: 公司海内外市场毛利率均有所上升..... | 3 |
| 图 7: 2015 年以来公司营收稳步增长..... | 3 |
| 图 8: 2023Q1 公司归母净利润同比增长 35.6%..... | 3 |
| 图 9: 2022 年公司盈利能力开始回升..... | 4 |
| 图 10: 公司期间费用率总体呈下降趋势..... | 4 |
| 图 11: 公司实际控制人为安徽省国资委 (截止 2023 年一季度)..... | 4 |
| 图 12: 工业车辆主要分类..... | 5 |
| 图 13: 我国叉车销售以 Class IV/V 和 Class III 为主 (2022 年)..... | 6 |
| 图 14: 制造业和物流业是叉车下游最主要的应用行业 (2022 年)..... | 6 |
| 图 15: 2023 年下半年或 2024 年上半年制造业将进入主动补库存周期向上阶段..... | 6 |
| 图 16: 2022 年全球叉车销量超 200 万台..... | 7 |
| 图 17: 亚洲是全球最大叉车消费市场..... | 7 |
| 图 18: 国内叉车行业需求整体呈上升趋势..... | 7 |
| 图 19: 2022 年中国人口 61 年来首次出现负增长..... | 8 |
| 图 20: 中国劳动力人口数量自 2013 年开始持续减少..... | 8 |
| 图 21: 制造业就业人员平均工资近 9 年年复合增长 9.3%..... | 8 |
| 图 22: 交通运输、仓储和邮政业就业人员平均工资逐年增长..... | 8 |
| 图 23: 叉车销量增速与制造业 GDP 增速密切相关..... | 9 |
| 图 24: 制造业 GDP 与叉车销量回归分析..... | 9 |
| 图 25: 2022 年中国物流总费用达 17.8 万亿元..... | 9 |
| 图 26: 与发达国家、地区相比我国物流费用占 GDP 比重较高..... | 9 |
| 图 27: 2021 年中国叉车市占率超 50%..... | 10 |
| 图 28: 2022 年中国叉车出口比重 34.5%..... | 10 |
| 图 29: 国内叉车企业可分为三个梯队..... | 11 |
| 图 30: 合力、杭叉合计市占率近 50%..... | 11 |
| 图 31: 全球仓储叉车销量占比近一半..... | 13 |
| 图 32: 中国仓储叉车销量迅速增长..... | 13 |
| 图 33: 2022 年全球叉车电动化率 70.6%..... | 13 |
| 图 34: 2022 年中国叉车电动化率 64.4%..... | 13 |
| 图 35: 全球平衡重式叉车电动化率仅为 36.2%..... | 14 |
| 图 36: 中国平衡重式叉车电动化率低于全球水平..... | 14 |
| 图 37: 2022 年中国电叉车锂电渗透率超 6 成..... | 14 |
| 图 38: II 类车锂电化程度尚有较大提升空间..... | 14 |
| 图 39: 中国 AGV 智能叉车增长迅速..... | 15 |

| | |
|--|----|
| 图 40: 2021 年中国 AGV 市场规模达 24.5 亿元 | 15 |
| 图 41: 合力营收始终高于杭叉 | 17 |
| 图 42: 近年来杭叉归母净利润高于合力 | 17 |
| 图 43: 合力利润率水平略低于杭叉 | 17 |
| 图 44: 合力费用管控能力优于杭叉 | 17 |
| 图 45: 2019-2021 年叉车原材料 (25mm 螺纹钢) 价格不断上涨 | 17 |
| 图 46: 公司研发投入占比稳定在 4% 左右 | 18 |
| 图 47: 2022 年公司研发人员占比有所降低 | 18 |
| 图 48: 公司 25 家省级营销网络遍布全国 | 19 |
| 图 49: 公司拥有 4 家海外中心 | 19 |
| 图 50: 公司首批全新 H4 锂电叉车起航欧洲 | 20 |
| 图 51: 公司智能化工厂效果图 | 20 |

表 目 录

| | |
|---|----|
| 表 1: 2021 年全球叉车企业 Top10 | 10 |
| 表 2: 叉车国四标准对比国三标准 | 12 |
| 表 3: 电动叉车对比内燃叉车每年可节省 3.6 万元 | 12 |
| 表 4: 预计 2025 年中国叉车市场规模可达 580 亿元 | 16 |
| 表 5: 2022 年国内主要叉车企业业务情况 | 18 |
| 表 6: 分业务收入及毛利率 | 21 |
| 表 7: 可比公司估值 (股价时间为 2023 年 7 月 26 日) | 21 |
| 附表: 财务预测与估值 | 22 |

1 深耕主业六十余载，业绩稳健增长

1.1 国内叉车龙头企业，产品种类齐全

安徽合力是国内叉车制造商龙头，在全球范围营收保持在前十名。安徽合力的前身为合肥叉车总厂，始建于1958年，是机械部定点生产叉车的大型重点骨干企业；1992年安徽叉车集团公司成立，1993年合肥叉车总厂改制成立安徽合力股份有限公司；1996年在上海证券交易所挂牌上市。安徽合力及前身生产叉车已有六十多年历史，目前成为国内规模最大的叉车生产、科研和出口基地。公司于2006年进入世界工业车辆行业十强，截至2022年，产销量连续32年位列国内第一，连续7年位列全球叉车企业排行榜第七名。

图 1：公司聚焦叉车行业六十余载



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司主营业务为叉车，产品种类齐全。公司主要从事工业车辆及关键零部件等产品的研发生产及工业车辆后市场服务，主导产品是合力牌系列叉车，拥有24个吨位级（覆盖0.2至46吨）、500多个品种、1700多种型号，类型涵盖电动步行式仓储叉车、电动乘驾式仓储叉车、电动平衡重乘驾式叉车和内燃平衡重式叉车。除叉车外，公司主营还包括智能物流系统、港机设备、特种车辆、工程机械及传动系统、工作装置等关键零部件。

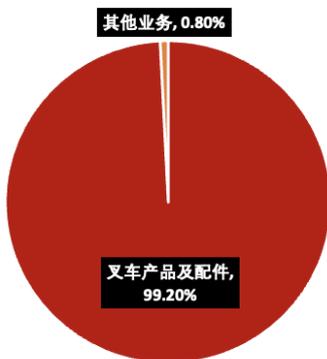
2022年，公司叉车产品及配件营收155.5亿元，同比增长1.8%，同比增长较低主要系2022年疫情影响导致国内叉车需求低迷所致，2012-2022十年间CAGR达10.4%。2022年叉车产品及配件营收占比99.2%，贡献了公司绝大部分营收和利润，毛利率16.7%，同比增长1.1个百分点，主要系原材料钢材价格下跌和高毛利的锂电产品占比提升所致。

图 2：公司主要产品图谱



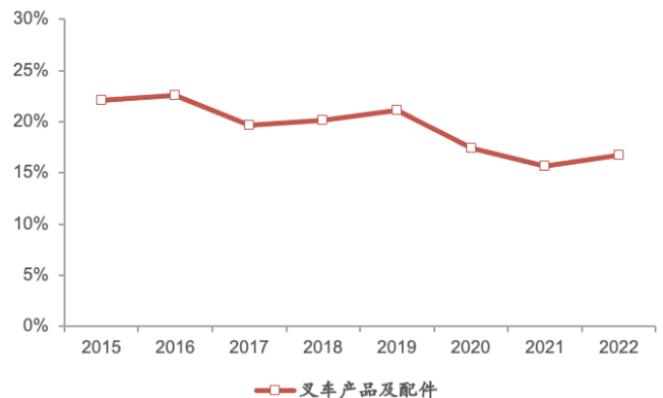
数据来源：公司官网，公司可转债上市公告书，西南证券整理

图 3：公司主营业务为各类叉车整车及零部件



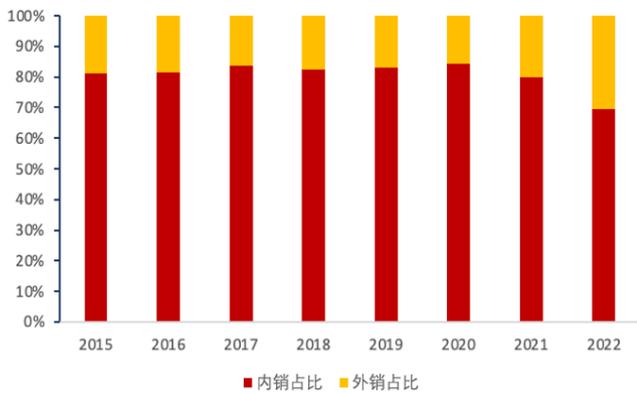
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2022 年公司主营业务毛利率下降趋势得到改善

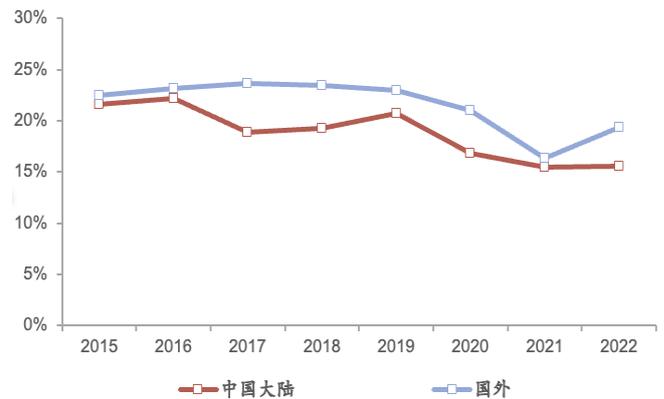


数据来源：Wind，西南证券整理

公司产品以国内销售为主，海外市场营收占三成。2022 年，公司国内营收 109.2 亿元，同比下降 11.3%，国内营收占比 69.6%，是公司主要的产品市场，毛利率 15.6%，同比增加 0.1 个百分点。公司海外市场 2022 年贡献 47.2 亿元营收，同比增长 53.4%，主要系公司大力发展海外业务，海外中心处于销售释放红利期；海外营收占比 30.4%，毛利率 19.3%，同比增长 3.0 个百分点。

图 5：公司主营业务为各类叉车整车及零部件


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6：公司海内外市场毛利率均有所上升


数据来源: Wind, 西南证券整理

1.2 营收持续增长，盈利能力提升

公司营业收入持续增长，2022 年归母净利润大幅提升。国内叉车行业近几年需求旺盛，公司作为国内叉车龙头充分受益于市场增长，营收稳步向上。2022 年公司实现营收 156.7 亿元，同比增长 1.7%；2023Q1 营收 41.5 亿元，同比增长 5.2%。公司归母净利润近几年略有波动，但总体呈上升态势。2022 年公司归母净利润 9.0 亿元，同比增长 42.6%；2023Q1 归母净利润 2.6 亿元，同比增长 35.6%，盈利能力大幅提升主要系原材料钢材价格下跌和高毛利的锂电产品占比提升所致。

图 7：2015 年以来公司营收稳步增长


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8：2023Q1 公司归母净利润同比增长 35.6%

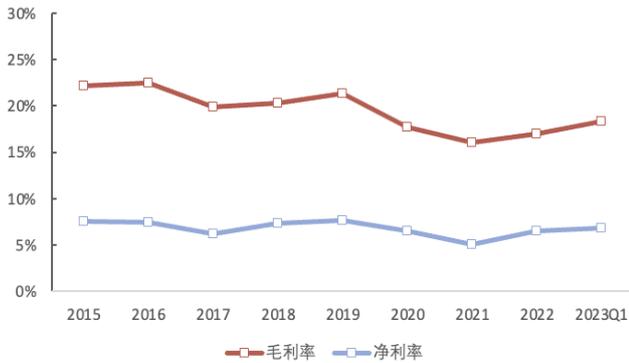

数据来源: Wind, 西南证券整理

公司毛利率、净利率均有回升。2022 年公司综合毛利率 17.0%，同比增加 0.9 个百分点，净利率 6.5%，同比增长 1.4 个百分点。由于原材料钢材价格下跌和高毛利的锂电产品占比提升，2022 年公司毛利率和净利率均出现了反弹，结束了 2019 年以来持续的下滑趋势。随着公司规模的扩大和产品力的提升，2022 年成为公司盈利能力拐点，未来公司利润率有望继续回升。

公司费用管控能力增强，费用率呈下降趋势。公司注重费用管控能力，2022 年公司期间费用率 9.9%，同比下降 0.6 个百分点。随着公司规模的扩大，规模效应显现，近年来销售费用率、管理费用率总体呈下降趋势。2022 年公司销售费用率 3.5%，同比增长 0.1 个百

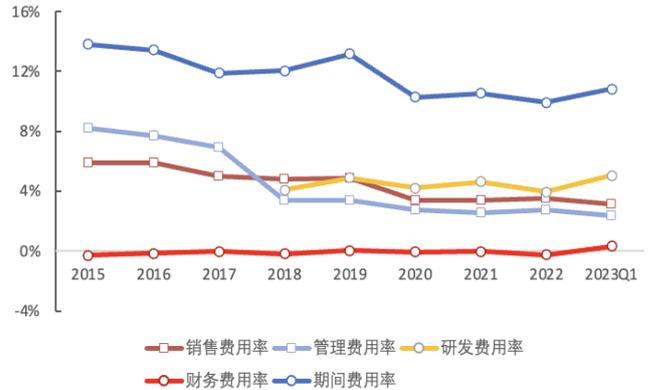
分点；管理费用率 2.7%，同比增长 0.1 个百分点。过去五年公司财务费用率始终保持在不超过 0.1% 的低水平，同时研发费用率稳定在 4% 以上。

图 9：2022 年公司盈利能力开始回升



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 10：公司期间费用率总体呈下降趋势

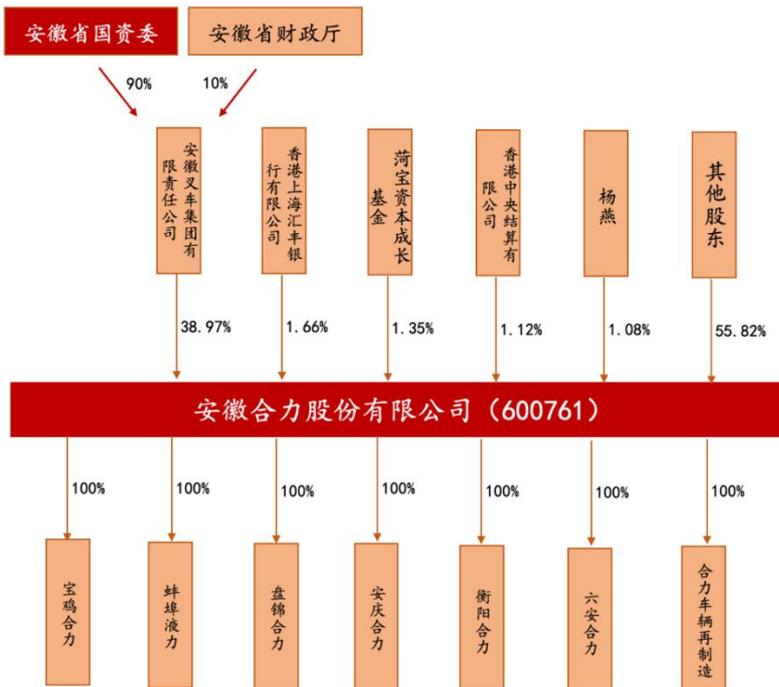


数据来源：Wind, 西南证券整理

1.3 国资背景加持，股权结构稳定

省政府财政加持，股权结构较为集中。截至 2023 年一季报，公司的第一大股东为安徽叉车集团，持股 38.97%，股权结构相对集中。安徽叉车集团是安徽省国资委 90% 控股企业，安徽省财政厅持有 10%，具备地方政府支持优势。除安徽叉车集团外，前十大股东各自持有股份均不超过 2%。

图 11：公司实际控制人为安徽省国资委（截止 2023 年一季报）



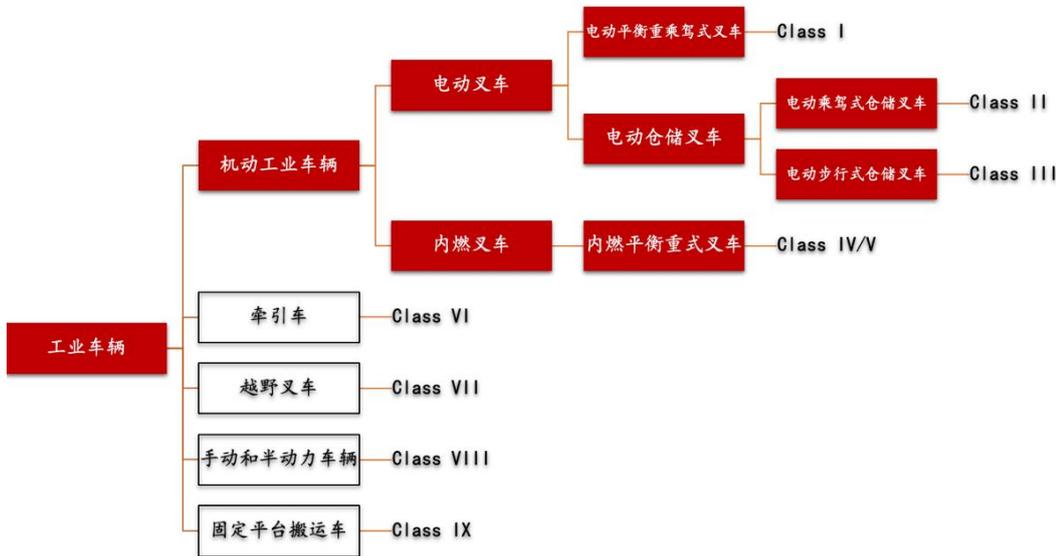
数据来源：Wind, 西南证券整理

2 中国是全球最大的叉车消费市场，行业增长未来可期

2.1 叉车品类众多，下游应用广泛

叉车即机动工业车辆，是工业车辆的重要组成部分。工业车辆是指用于搬运、牵引、推顶、起升、堆垛或在货架上分层堆垛各种货物，带有动力或非动力驱动装置的轮式车辆。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会的分类标准，工业车辆主要分为机动工业车辆、牵引车（Class VI）、越野叉车（Class VII）、手动和半动力车辆（Class VIII）和固定平台搬运车（Class IX）。其中，机动工业车辆又分为电动叉车（以电池为动力源）和内燃叉车（以发动机为动力源），电动叉车包括电动平衡重乘驾式叉车（Class I）、电动乘驾式仓储叉车（Class II）和电动步行式仓储叉车（Class III），内燃叉车即内燃平衡重式叉车（Class IV/V）。

图 12：工业车辆主要分类



数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

我国叉车销售结构以平衡重式叉车及电动步行式仓储叉车为主。其中内燃和电动平衡重式叉车使用场景相同，均具备重载以及举升功能。电动步行式仓储叉车相当于电动化的传统无动力板车，通常用于轻载的整垛货物搬运，绝大部分机型不具备举升功能。因其替代无动力的板车能够降低工人劳动强度，近年来我国电动步行式仓储叉车大量替代传统无动力板车，根据 CITA 数据，电动步行式仓储叉车 2017-2022 年销量由 14.1 万台增长至 52.5 万台，年复合增长 30%，具有较好成长属性。但因其单价较低，在营收和利润上对企业业绩的贡献较为有限。

叉车下游应用广泛，制造业和物流业是叉车的主要应用领域。叉车下游应用广泛，在各类机械制造、建筑建材、纺织、食品生产、能源、化工、冶金、交通运输、物流商贸领域均有应用。不同于挖掘机、混凝土机械等传统工程机械，叉车与房地产、基建投资增速关联度不高，叉车保有量随经济总量增长而增长，波动性与宏观经济景气程度相关，小于传统工程机械。与发达国家相比，中国叉车下游行业需求同样较为分散，按照行业性质分类，制造业需求占比约 52%，物流转运类需求占比约 16%，制造业和物流业为叉车下游最主要的应用行业。

图 13: 我国叉车销售以 Class IV/V 和 Class III 为主 (2022 年)

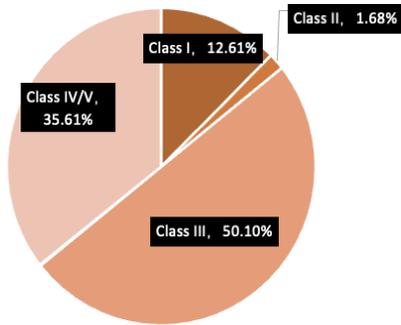
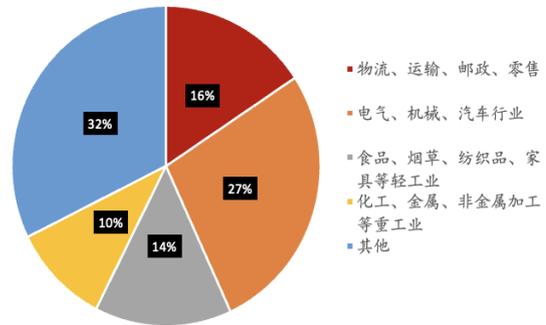


图 14: 制造业和物流业是叉车下游最主要的应用行业 (2022 年)



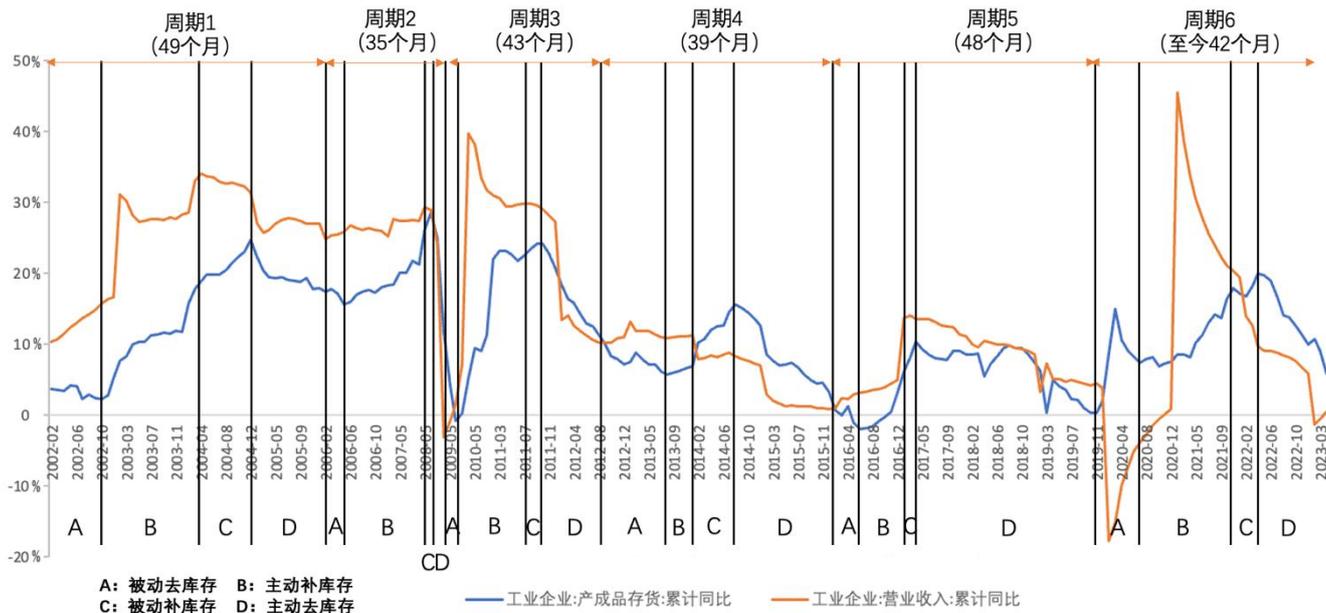
数据来源: 中国工程机械工业协会工业车辆分会, 西南证券整理

数据来源: 中国工程机械工业协会工业车辆分会, 西南证券整理

2.2 全球叉车销量持续增长, 亚洲占比超过一半

2023 年下半年或 2024 年上半年制造业将进入主动补库存周期向上阶段, 叉车需求上行。按照库存周期理论, 我国制造业目前正处于主动去库存阶段, 或将于 2023 年下半年或 2024 年上半年进入主动补库存阶段。库存周期可划分为四个阶段: 被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存, 其分别对应基钦周期中的复苏、繁荣、衰退、萧条。我们利用工业企业营业收入代表市场需求, 利用工业企业产成品存货代表库存情况, 数据显示自 2022 年加入 WTO 以来, 我国已经历五个完整的库存周期, 平均每轮周期耗时 40.2 个月。目前我国工业产品需求与库存双双下降, 表明我国工业企业目前正处于基钦周期中的主动去库存阶段, 预计将于 2023 年下半年或 2024 年上半年进入主动补库存阶段。

图 15: 2023 年下半年或 2024 年上半年制造业将进入主动补库存周期向上阶段



数据来源: Wind, 西南证券整理

全球叉车市场空间巨大，2022年全球叉车销量超200万台，亚洲占比过半。根据世界工业车辆统计协会数据，全球叉车销量从2014年的106.3万辆增加至2022年的200.6万辆，年复合增长8.3%。2019年经历低谷之后的两年增长迅速，2021年同比增长24.4%，主要系疫情放缓，制造业、物流业复苏所致。从地区来看，2016年以来亚洲一直是全球最大的叉车消费市场，2020-2021年连续两年占比超过一半。

图 16：2022 年全球叉车销量超 200 万台

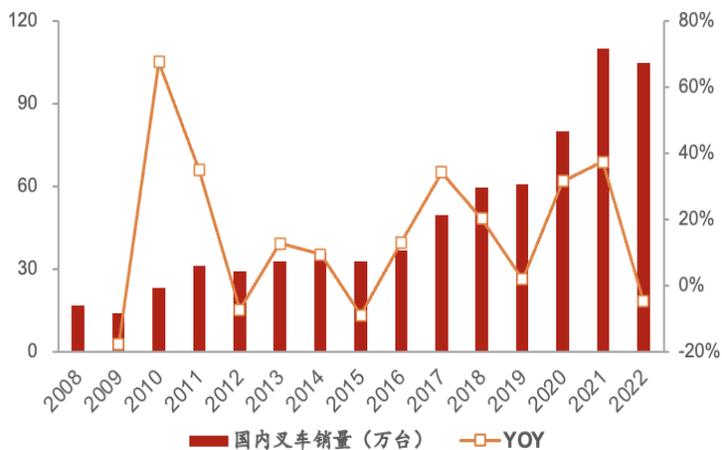

数据来源：WITS, 西南证券整理

图 17：亚洲是全球最大叉车消费市场


数据来源：WITS, 西南证券整理

国内叉车销量整体呈上升趋势。2014年以来国内叉车销量增长趋势和全球销量趋势相同，据CITA统计数据，中国叉车销量由2008年的16.8万台增长至2022年的104.8万台，年复合增长率14.0%，显著高于全球的11.3%。叉车制造技术较为成熟，技术难度相对较低，中国具备市场空间规模优势及劳动力、供应链等成本优势，凭借高性价比逐渐占据全球叉车供给的主导地位，我国叉车占比由2016年的32.1%提升到2022年的52.2%。

2022年，受到疫情管控影响，外加行业周期性调整、国际局势紧张等不利因素影响，较2021年销量下滑4.7%。2023年随着疫情管控的放松，制造业、物流业开始复苏，加之叉车行业将迎来新的更新周期，预计2023年叉车市场需求恢复增长。

图 18：国内叉车行业需求整体呈上升趋势


数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会, 西南证券整理

2.3 降本增效需求迫切，“叉车代人”稳步推进

过去十年我国劳动力人口不断减少，2022年中国人口61年来首次出现负增长。根据国家统计局数据，2022年我国总人口为14.1亿人，同比下降0.1%，61年来首次出现负增长。同时，人口红利正逐渐被消耗，2022年中国劳动力人口(15-64岁)9.6亿，占总人口68.0%；比上年减少554万人，同比下降0.6%。我国劳动力人口数量自2013年达到顶峰后连续减少，至2022年累计减少5069万人。

图 19：2022 年中国人口 61 年来首次出现负增长



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 20：中国劳动力人口数量自 2013 年开始持续减少



数据来源：国家统计局，西南证券整理

劳动力人口减少外加人工成本上升，叉车替代人工成为必然趋势。伴随中国劳动力人口的减少，与叉车密切相关的下游行业，如制造业、交通运输、仓储和邮政业等行业的劳动力成本也在不断上升。据国家统计局数据，2021年制造业平均工资为9.2万元/年，同比增长11.7%，2012-2021年间年复合增长9.3%；交通运输、仓储和邮政业平均工资11.0万元/年，同比增长9.2%，2012-2021年复合增长8.4%。在劳动力人口减少、人力成本逐年上升的情况下，下游企业为降低成本、提高生产效率，叉车替代人工成为必然趋势，下游行业对叉车具有长期需求。

图 21：制造业就业人员平均工资近 9 年年复合增长 9.3%



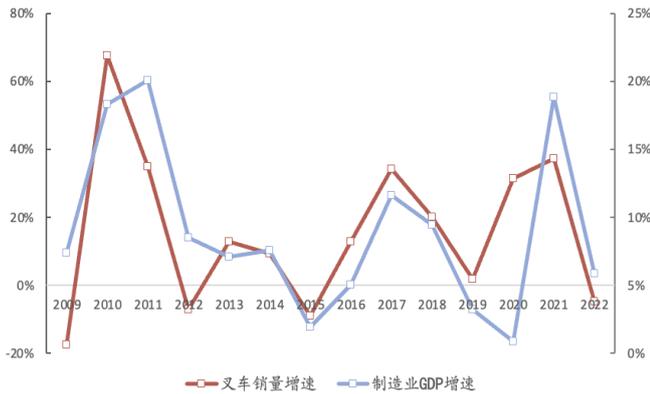
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 22：交通运输、仓储和邮政业就业人员平均工资逐年增长

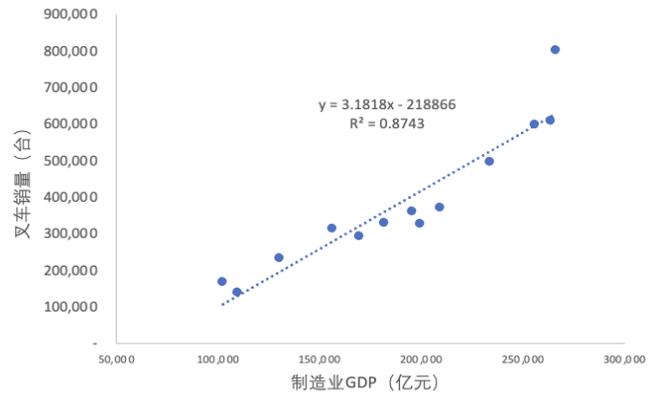


数据来源：国家统计局，西南证券整理

叉车作为通用设备，其增速与制造业 GDP 增速高度相关。据国家统计局数据，2008 年以来，我国制造业 GDP 逐年上升，2022 年制造业 GDP 达到 33.5 万亿元，同比增长 5.9%；2008-2022 年由 10.3 万亿元增长至 33.5 万亿元，年复合增长 8.8%。对比 2008 年以来制造业 GDP 增速曲线和叉车销量增速曲线，可以明显发现制造业 GDP 与叉车销量之间高度相关，制造业 GDP 每升高 1 亿元，叉车平均销量增加约 3.2 台。随着“十四五”规划的实施，制造业生产总值将持续增长，届时将为叉车带来巨大的市场空间。

图 23：叉车销量增速与制造业 GDP 增速密切相关


数据来源：国家统计局，中国工程机械工业协会，西南证券整理

图 24：制造业 GDP 与叉车销量回归分析


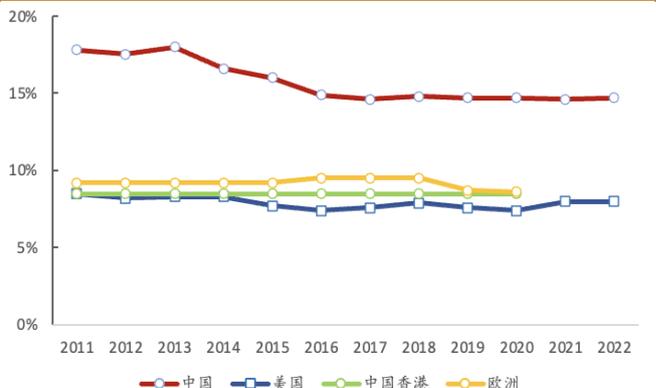
数据来源：国家统计局，西南证券整理

物流业是叉车下游应用的第二大行业，物流效率的提升为叉车需求增长提供动力。物流总费用占 GDP 比重是衡量一个国家物流效率的重要指标，通常认为更低的比重代表更高的物流效率。据国家统计局数据，2022 年中国物流总费用 17.8 万亿元，同比增长 6.6%。中国物流总费用占 GDP 的比率自 2013 年以来总体呈下降趋势，由 2013 年的 18.0% 下降到 2022 年的 14.7%，意味着近年来国内物流效率不断提升。

与发达国家和地区相比，中国物流总费用占 GDP 比重仍处于较高水平。尽管我国物流总费用占 GDP 比重近年来不断降低，但始终保持在 14.5% 以上的较高水平，而在发达国家和地区，这一比重稳定在 10.0% 以下。2022 年美国物流总费用占 GDP 的比重为 8.0%；2020 年中国香港物流总费用占 GDP 的比重为 8.5%、欧洲的比重为 8.6%，与之相比，我国物流效率还有待提高。叉车作为提高物流搬运效率的机械设备，将在物流效率提高要求不断提出的过程中获得新的需求增长点。

图 25：2022 年中国物流总费用达 17.8 万亿元


数据来源：Wind，国家统计局，西南证券整理

图 26：与发达国家、地区相比我国物流费用占 GDP 比重较高


数据来源：Wind，世界银行，西南证券整理

2.4 国际市场竞争激烈，国内形成“双巨头”格局

国际叉车行业丰田营收超过二三名之和。根据美国《现代物料搬运》杂志数据，2021年日本丰田公司共销售 26.6 万台叉车，实现营收 159.2 亿美元，同比增长 25.7%，稳居世界第一；安徽合力和杭叉集团分别以 24.1 亿美元和 22.7 亿美元营收占据第 7、8 名。合力、杭叉 2021 年分别销售 27.5 万台和 24.8 万台叉车，在数量上和丰田相差无几，但营收只有其 1/7 左右。发达国家叉车行业起步早，目前以高端产品为主，单台叉车价值量高；中国叉车价值量较低，与国外一线品牌仍有差距。随着市场进一步开发、叉车高端化，国内叉车企业规模提升空间巨大。

表 1：2021 年全球叉车企业 Top10

| 排名 | 公司名 | 2020 年叉车收入 (亿美元) | 2021 年叉车收入 (亿美元) | 同比增长 | 公司总部 | Class I | Class II | Class III | Class IV | Class V |
|----|-----------|------------------|------------------|-------|------|---------|----------|-----------|----------|---------|
| 1 | 丰田工业株式会社 | 126.71 | 159.23 | 25.7% | 日本 | P | P | P | P | P |
| 2 | 凯傲集团 | 69.24 | 73.76 | 6.5% | 德国 | P | P | P | P | P |
| 3 | 永恒力集团 | 45.50 | 55.13 | 21.2% | 德国 | P | P | P | | |
| 4 | 三菱物捷仕有限公司 | 37.86 | 40.44 | 6.8% | 日本 | P | P | P | P | P |
| 5 | 科朗设备 | 36.20 | 40.10 | 10.8% | 美国 | P | P | P | P | P |
| 6 | 海斯特-耶鲁 | 28.12 | 30.75 | 9.4% | 美国 | P | P | P | P | P |
| 7 | 安徽合力 | 19.30 | 24.09 | 24.8% | 中国 | P | P | P | P | P |
| 8 | 杭叉集团 | 12.68 | 22.73 | 79.3% | 中国 | P | P | P | P | P |
| 9 | 斗山工业车辆公司 | 9.04 | 13.51 | 49.4% | 韩国 | P | P | P | P | P |
| 10 | 法国曼尼通 | 12.52 | — | — | 法国 | P | P | P | | P |

数据来源：Modern Materials Handling，各公司财报，西南证券整理

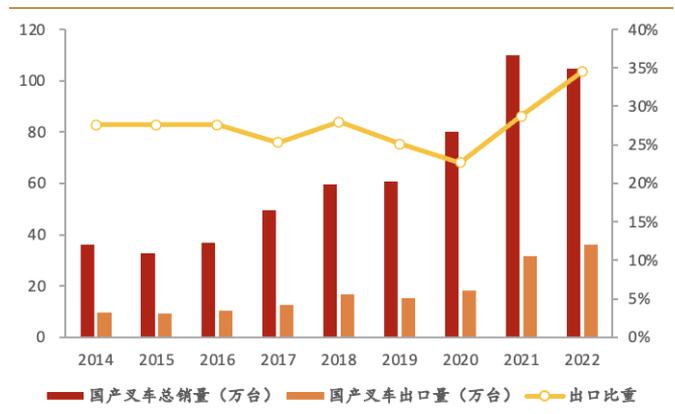
国产叉车性价比高，在海外市场大受欢迎。目前高端叉车市场海外公司有明显优势，国产品牌影响力和技术水平在不断提升。我国出口叉车基本为高端产品，质量与国际一线品牌相差无几，但售价更低，具有较高性价比。随着国产叉车国际认可度不断提高，叉车出口量也逐步提升，据 CITA 数据，2022 年我国叉车出口量 36.2 万台，占叉车总销量的 34.5%。

图 27：2021 年中国叉车市占率超 50%



数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

图 28：2022 年中国叉车出口比重 34.5%

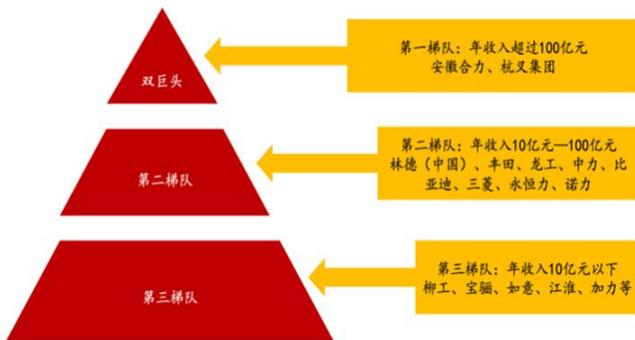


数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

国内叉车企业众多，梯队分化明显。相比于其他通用设备，叉车行业壁垒相对较低，行业竞争较为激烈。根据中叉网数据，2022 年有 15 家工业车辆制造商年销售量超过 1 万台，20 家超过 5000 台，25 家超过 3000 台，32 家超过 2000 台，目前行业内仍存续约 130 家企业。根据企业的收入规模，大致可将国内叉车企业分为三个梯队。近年来，国产叉车销量占比快速提升，形成了以安徽合力和杭叉集团为双龙头的稳定格局，伴随激烈的竞争，行业格局将持续优化。

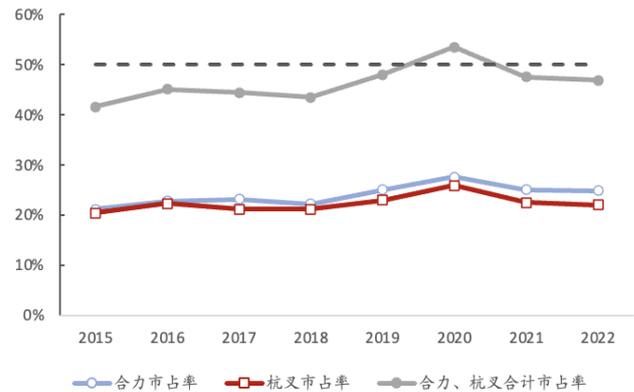
合力、杭叉双龙头合计市占率近 50%。合力和杭叉主要产品均为叉车，且均定位国内中高端市场，为国内叉车领域双寡头。2015 年以来，两家公司市占率均在 20% 以上，2020 年两家龙头市占率迅速提升，合计市占率首次超过 50%。主要系疫情影响下，规模较小的企业供应链和销售网受到较大影响，两家龙头企业复工复产更及时，且采取降价促销等措施所致。2021 年疫情管控逐步常态化，对供应链的影响减弱，价格战逐渐停止，两家龙头企业市占率有所回落，但依然保持近 50% 的较高水平。

图 29：国内叉车企业可分为三个梯队



数据来源：中叉网，西南证券整理

图 30：合力、杭叉合计市占率近 50%



数据来源：各公司年报，西南证券整理

3 叉车技术不断更新，电动智能化成为必然趋势

3.1 政策+成本+结构三驱动，叉车电动化趋势明显

环保要求不断提高，国四标准推动叉车产品结构升级。随着国内外政府对于环保的重视程度逐渐加强，企业对绿色环保、节能减排日益重视。相较于内燃叉车，电动叉车具有无污染、噪音低等优势。我国非道路移动机械国家第四阶段排放标准（国四标准）于 2022 年 12 月 1 日起正式实施，所有生产、进口和销售的 560kW 以下（含 560kW）非道路移动机械及其装用的柴油机须满足国家第四阶段排放标准要求。相较于国三标准，国四标准对尾气中碳氢化合物、氮氧化物、颗粒物做出了更为严格的要求。伴随非道路移动机械监管力度的加强，高排放、高耗能的传统内燃叉车有望被加速改造或淘汰，取而代之的是节能环保的电动叉车。未来随着锂电池技术的成熟，电动叉车在使用成本上还拥有继续下降的空间，其运行可靠性也将进一步赶超内燃叉车。

表 2：叉车国四标准对比国三标准

| 阶段 | 额定净功率 Pmax (kW) | 一氧化碳 (g/kWh) | 碳氢化合物 (g/kWh) | 氮氧化物 (g/kWh) | 碳氢化合物 +氮氧化物(g/kWh) | 颗粒物 (g/kWh) | 氨气 (ppm) | 直径超过 23nm 的粒子数量(个/kWh) |
|----|--------------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------------|----------------|-------------|---------------------------|
| 国三 | 大于 560 | 3.5 | — | — | 6.4 | 0.20 | — | — |
| | 130-560 | 3.5 | — | — | 4.0 | 0.20 | — | — |
| | 75-130 | 5.0 | — | — | 4.0 | 0.30 | — | — |
| | 37-75 | 5.0 | — | — | 4.7 | 0.40 | — | — |
| | 小于 37 | 5.5 | — | — | 7.5 | 0.60 | — | — |
| 国四 | 大于 560 | 3.5 | 0.40 | 3.5; 0.67 (注 1) | — | 0.10 | 25 (注 2) | — |
| | 130-560 | 3.5 | 0.19 | 2.0 | — | 0.025 | | 5 × 10 ¹² |
| | 56-130 | 5.0 | 0.19 | 3.3 | — | 0.025 | | |
| | 37-56 | 5.0 | — | — | 4.7 | 0.025 | | |
| | 小于 37 | 5.5 | — | — | 7.5 | 0.60 | | |

注释 1:适用于可移动式发电机组用 Pmax 大于 900kW 的柴油机

注释 2:适用于使用反应剂的柴油机

数据来源：环境部，《GB20891-2014》，西南证券整理

电叉车在使用成本方面远低于内燃叉车，平均每年可节省 3.6 万元。相对于内燃叉车，电动叉车的劣势在于初始购置成本较高，但电动叉车的能耗成本和维护成本远低于内燃叉车。根据硕星工业数据，一台 3 吨电动平衡重式叉车相较于同样规格的内燃平衡重式叉车，每年使用成本可以节省约 3.6 万元。随着燃油价格的进一步上升，下游企业为了降低生产成本，提高生产效率，电动叉车替代内燃叉车将成为必然趋势。

表 3：电动叉车对比内燃叉车每年可节省 3.6 万元

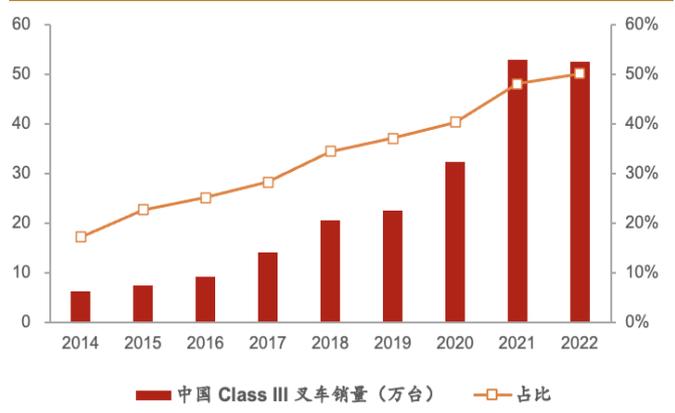
| 对比项目 | 3 吨燃油叉车 | 3 吨电动叉车 | 节省费用 |
|-------------|--|----------------------------------|-------|
| 油耗 (升/每小时) | 3 | / | / |
| 柴油价格 (元/升) | 7.3 | / | |
| 电耗 (度/小时) | / | 6 | |
| 电价 (元/度) | / | 1.1 | |
| 使用时间 (小时/年) | 2240 (8*280) | 2240 (8*280) | |
| 耗能成本 (元/年) | 49056 | 14784 | 34272 |
| 维护成本 (元/年) | 1520 (常规保养 500 小时/次, 平均 4 次/年, 380 元/次) | 10 (锂电池免维护, 铅酸电池使用蒸馏水 10 元/瓶) | 1510 |
| 合计成本 (元/年) | 50576 | 14794 | 35782 |

数据来源：硕星工业，西南证券整理

仓储叉车需求旺盛，带动叉车电动化率迅速提升。除政策和成本两大驱动因素外，随着国内外仓储物流业快速发展以及手动搬运车向电动搬运车转换需求的释放，仓储叉车需求旺盛，尤其是电动仓储叉车 (Class III) 出现爆发式增长。据 WITS 和 CITA 数据，Class III 叉车 2017-2022 年全球 CAGR 为 14.9%，2017-2022 年中国 CAGR 为 30.2%，远超对应时间段全部叉车销量增速 (分别为 8.5% 和 16.1%)。

图 31：全球仓储叉车销量占比近一半


数据来源：WITS，西南证券整理

图 32：中国仓储叉车销量快速增长


数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

叉车电动化趋势明显，内燃叉车销量占比呈下滑趋势。随着技术进步，电动叉车在耐用性、可靠性和适用性等性能方面显著提高，正在逐步取代内燃叉车，渗透率快速攀升。据 WITS 和 CITA 数据，2022 年我国电动叉车销量 67.5 万台，电叉车渗透率 64.4%；全球电动叉车销量 141.6 万台，电叉车渗透率 70.6%。2010 年以来，我国叉车电动化率稳步提升，由 22.7% 提升至 2022 年的 64.4%，但与欧美发达地区相比仍有着较大差距：2021 年欧洲叉车电动化率已经达到 88%，美洲叉车电动化率也接近 80%。考虑到我国环保政策日益严厉、电动叉车行业技术水平不断提升、适用范围越来越广，再加上下游产业的高要求，我们认为电动叉车逐步取代内燃叉车的趋势仍将继续。

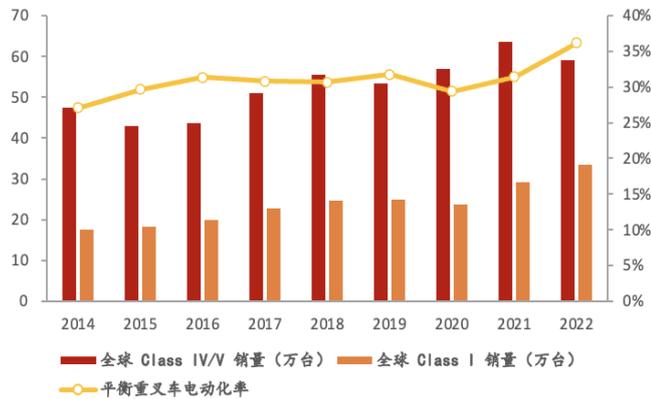
图 33：2022 年全球叉车电动化率 70.6%


数据来源：WITS，西南证券整理

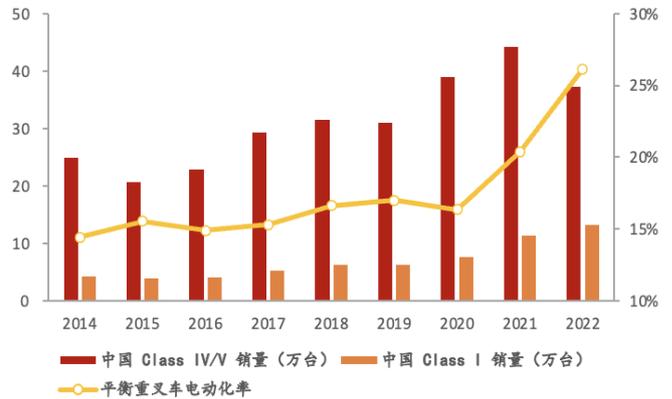
图 34：2022 年中国叉车电动化率 64.4%


数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

平衡重式叉车电动化潜力巨大，但内燃平衡重式叉车未来仍有一席之地。内燃平衡重式叉车与电动平衡重式叉车使用场景相同，各有优缺点：内燃平衡重式叉车售价较低，且柴油发动机动力强劲，但根据前文测算可知其每年使用成本远高于电动平衡重式叉车；电动叉车价格虽较高，但是其具有环保、噪声小、使用成本低等优点。目前平衡重式叉车电动化率提升较慢，2022 年全球平衡重式叉车的电动化率为 36.2%，中国平衡重式叉车的电动化率仅为 26.1%。在“碳中和”大背景下，环保政策趋严将驱动电动平衡重叉车比例进一步提升，但在起升吨位数较大的场景下更为适用的内燃叉车未来仍将占有一席之地。

图 35：全球平衡重式叉车电动化率仅为 36.2%


数据来源：WITS，西南证券整理

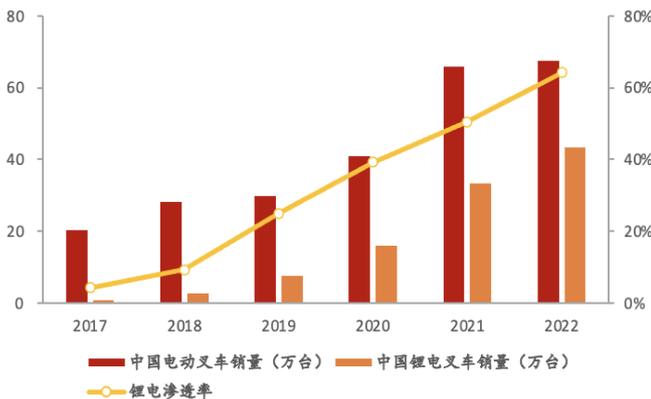
图 36：中国平衡重式叉车电动化率低于全球水平


数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

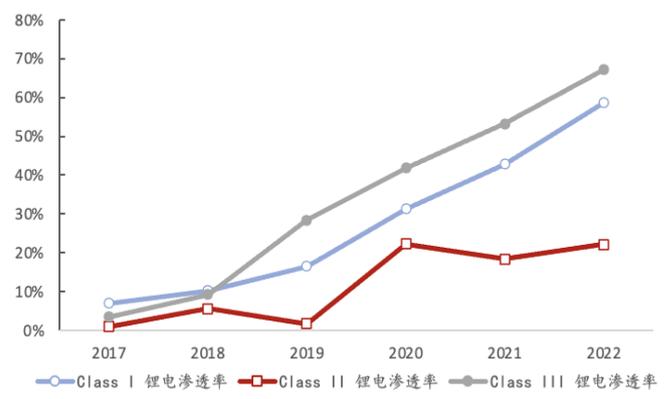
3.2 锂电化、智能化大势所趋

锂电密度高充电快，全生命周期价格更低。传统的电动叉车中使用的蓄电池主要是铅酸电池，随着锂电池技术的不断发展和突破，锂电池逐渐成为铅酸电池的最大竞争者。由于叉车作业地点大多为厂区，工作强度和環境比较固定，因此锂电池的诸多优势可以在电动叉车中得到体现：1) 锂电池充电速度更快，可以高效地利用工歇和休息时间进行电量补充；2) 锂电池使用寿命更长，打消了使用者频繁更换电池的顾虑，全生命周期费用更低。

目前我国的电动叉车中，I 类车和 III 类车的锂电化程度已经到达较高水平，II 类车尚有提升空间。据 CITA 统计数据，2022 年我国电动叉车市场锂电叉车渗透率达到 64.2%，较 2017 年增长近 60 个百分点。随着锂电技术的进步，锂电池成本将进一步下降，锂电叉车代替铅酸电池叉车的进程将继续加速。

图 37：2022 年中国电叉车锂电渗透率超 6 成


数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

图 38：II 类车锂电化程度尚有较大提升空间


数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

AGV 现处于培育期，叉车智能化是未来发展方向。叉式移动机器人 (AGV) 是在叉车上加载各种导引技术，构建地图算法，辅以避免障安全技术，实现叉车的无人化作业。随着行业对自动化搬运的要求越来越高，近两年，融合了堆垛功能与自动化导向搬运的叉式移动机器人受到应用企业青睐。据中国移动机器人产业联盟数据，2021 年中国叉式移动机器人 (含

视觉导航)销量达 8000 台,同比增长 60.0%,市场规模约为 24.5 亿元,同比增长 42.4%。现阶段国内无人叉车市场仍处于起步阶段,其特点主要体现为市场规模基数小、增长速度快、市场空间庞大,客户需求多样化。随着智能叉车技术继续进步、成本逐年降低,其应用规模将持续扩大。

图 39: 中国 AGV 智能叉车增长迅速


数据来源: 新战略移动机器人产业研究所, 中国移动机器人产业联盟, 西南证券整理

图 40: 2021 年中国 AGV 市场规模达 24.5 亿元


数据来源: 新战略移动机器人产业研究所, 中国移动机器人产业联盟, 西南证券整理

3.3 预计 2025 年国内叉车销量 134 万台, 规模达 580 亿元

2023-2025 年国产叉车销量及市场空间预测假设:

1) 叉车销量与制造业景气度有很大相关性。根据社科院经济研究所预测, 2023 年中国制造业 GDP 增速预计达到 5.0%, 之后放缓, 假设之后增速每年降低 0.5% 至 2025 年。

2) 选用制造业 GDP 作为影响因子, 近年来制造业 GDP 对叉车销量的刺激不断增大, 由 2008 年的 1.6 台/亿元增长至 2022 年的 3.1 台/亿元, 随着未来制造业 GDP 增长量对于效率提升的要求不断增加, 预测之后三年制造业 GDP 增长对叉车销量的刺激将持续走高, 分别为 3.2 台/亿元、3.3 台/亿元、3.4 台/亿元。

3) 叉车电动化是必然趋势, 内燃叉车销量增速将放缓, 假设 2023-2025 年内燃叉车每年增速比叉车总销量增速低 5 个百分点, 增速分别为 2.5%、2.8%、2.2%。

4) 目前 III 类车已达到发展瓶颈, 增长速度将放缓, II 类车由于售价较高且国内应用场景未完全开发, 2025 年前较难看到爆发式增长。因此假设 III 类车占电叉车比例稳定在 78% 左右, 每年下降 1% 直至 2025 年; 同时 II 类车占比稳定在 2.5%, 其余电叉车均为 I 类车。

5) 由于国四标准的实施, 内燃叉车排放更加严格, 预计均价将由目前的 6.5 万元/台上升至 7.0 万元/台; 目前 I 类车、II 类车、III 类车平均售价分别为 10.0 万元、5.5 万元、1.1 万元, 随着锂电占比的提升, 预计到 2025 年三种电叉车售价分别有 0.5 万元、0.5 万元、0.1 万元的涨幅。

表 4：预计 2025 年中国叉车市场规模可达 580 亿元

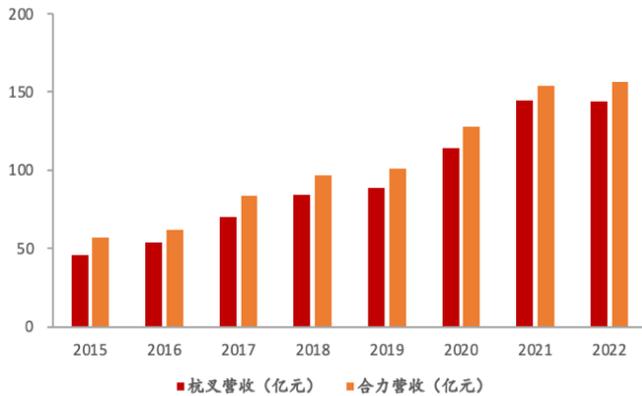
| | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 制造业 GDP (亿元) | 266418 | 316581 | 335215 | 351976 | 367815 | 382527 |
| YOY | 0.9% | 18.8% | 5.9% | 5.0% | 4.5% | 4.0% |
| 制造业 GDP 对叉车销量影响 (台/亿元) | 3.00 | 3.47 | 3.13 | 3.20 | 3.30 | 3.40 |
| 叉车销量 (台) | 800239 | 1099382 | 1047967 | 1126322 | 1213788 | 1300593 |
| YOY | 31.5% | 37.4% | -4.7% | 7.5% | 7.8% | 7.2% |
| 电动叉车销量 (台) | 410266 | 657787 | 674764 | 743876 | 820764 | 899113 |
| YOY | 37.4% | 60.3% | 2.6% | 10.2% | 10.3% | 9.5% |
| 电动叉车占比 | 51.3% | 59.8% | 64.4% | 66.0% | 67.6% | 69.1% |
| I 类车销量 (台) | 76257 | 112993 | 132107 | 145056 | 168257 | 193309 |
| I 类车占电叉比例 | 18.6% | 17.2% | 19.6% | 19.5% | 20.5% | 21.5% |
| II 类车销量 (台) | 11077 | 15573 | 17602 | 18597 | 20519 | 22478 |
| II 类车占电叉比例 | 2.7% | 2.4% | 2.6% | 2.5% | 2.5% | 2.5% |
| III 类车销量 (台) | 322932 | 529221 | 525055 | 580223 | 631989 | 683326 |
| III 类车占电叉比例 | 78.7% | 80.5% | 77.8% | 78.0% | 77.0% | 76.0% |
| IV/V 类车销量 (台) | 389973 | 441595 | 373203 | 382447 | 393024 | 401480 |
| YOY | 25.9% | 13.2% | -15.5% | 2.5% | 2.8% | 2.2% |
| IV/V 类车占比 | 48.7% | 40.2% | 35.6% | 34.0% | 32.4% | 30.9% |
| 中国叉车市场空间 (亿元) | 344.3 | 433.0 | 442.1 | 467.7 | 539.9 | 579.5 |
| I 类车价格 (万元) | 9.5 | 9.5 | 10.0 | 10.0 | 10.5 | 10.5 |
| I 类车市场空间 (亿元) | 72.4 | 107.3 | 132.1 | 145.1 | 176.7 | 203.0 |
| II 类车价格 (万元) | 5.0 | 5.0 | 5.5 | 5.5 | 6.0 | 6.0 |
| II 类车市场空间 (亿元) | 5.5 | 7.8 | 9.7 | 10.2 | 12.3 | 13.5 |
| III 类车价格 (万元) | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.2 |
| III 类车市场空间 (亿元) | 32.3 | 52.9 | 57.8 | 63.8 | 75.8 | 82.0 |
| IV/V 类车价格 (万元) | 6.0 | 6.0 | 6.5 | 6.5 | 7.0 | 7.0 |
| IV/V 类车市场空间 (亿元) | 234.0 | 265.0 | 242.6 | 248.6 | 275.1 | 281.0 |

数据来源: Wind, 中国工程机械工业协会工业车辆分会, 西南证券

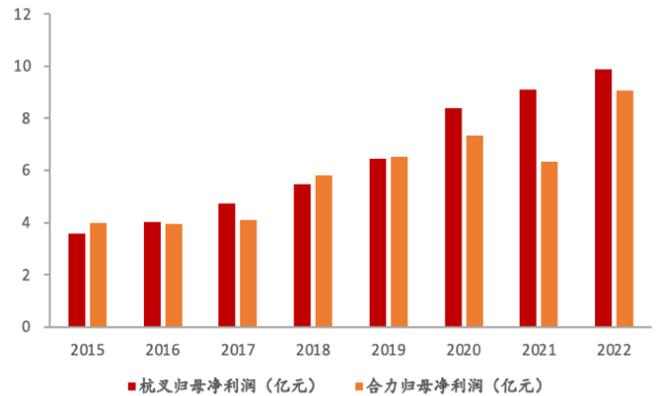
4 充分受益于市场增长，强者恒强

4.1 合力杭叉不分伯仲，龙头优势明显

合力营业收入保持行业第一，归母净利润略低于杭叉。2015-2022 年，合力收入由 56.9 亿元增长至 156.7 亿元，行业龙头地位稳固；同期杭叉收入由 45.7 亿元增长至 144.1 亿元，规模仅次于合力。2022 年度合力实现营收 156.7 亿元，同比增长 1.6%，实现归母净利润 9.0 亿元，同比增长 42.6%；同期杭叉实现营收 144.1 亿元，同比下降 0.5%，实现归母净利润 9.9 亿元，同比增长 8.8%。

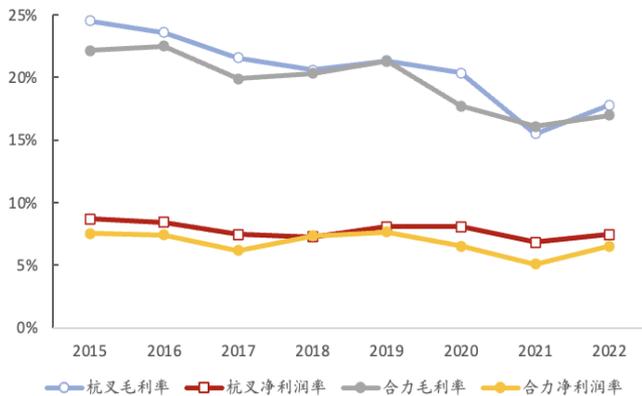
图 41: 合力营收始终高于杭叉


数据来源: Wind, 西南证券整理

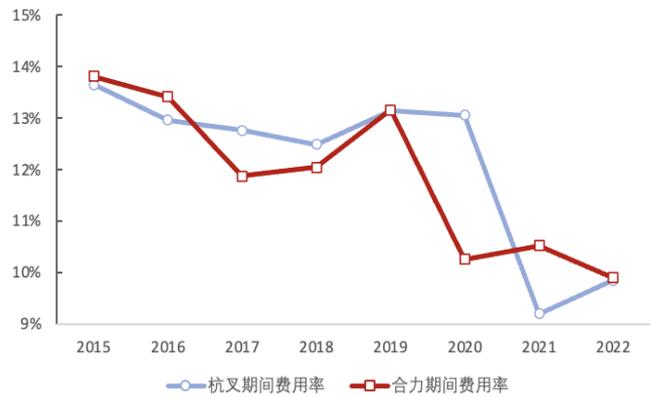
图 42: 近年来杭叉归母净利润高于合力


数据来源: Wind, 西南证券整理

合力利润率水平低于杭叉, 毛利率 2022 年起开始回升。从两家企业毛利率情况来看, 2015-2022 年两家公司的毛利率均呈现下降趋势, 主要系原材料价格上涨。2019-2021 年叉车原材料螺纹钢价格不断攀升, 2021 年 5 月最高点超过 5600 元/吨, 涨幅达 41.9%; 自 2021 年三季度起, 原材料价格开始回落, 两家公司毛利率将从 2022 年起有所上升。净利率方面, 两家公司近三年净利率均有所下滑, 主要系行业竞争激烈, 研发费用率不断提高所致。

图 43: 合力利润率水平略低于杭叉


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 44: 合力费用管控能力优于杭叉


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 45: 2019-2021 年叉车原材料 (25mm 螺纹钢) 价格不断上涨


数据来源: 商务部, 西南证券整理

合力、杭叉叉车业务营收规模断层式领先，龙头优势明显。除第一梯队的合力、杭叉外，国内主要叉车企业还有中力、龙工、诺力股份等。在营收方面，两家龙头企业实现断层式领先；在销量方面，中力股份与合力、杭叉处在同一级别，其余企业叉车销量均明显低于前三家。

表 5：2022 年国内主要叉车企业业务情况

| 公司名称 | 2022 年叉车业务营收 (亿元) | 叉车业务情况 | 主要叉车产品 |
|------|------------------------|--|--------|
| 安徽合力 | 155.5 | 率先实现国四标准叉车主要吨位车型全覆盖，发展智能制造、智能产品、智能服务和工业互联网 | 各类叉车 |
| 杭叉集团 | 136.6 | 中国最大的叉车研发制造基地，整车日最高产量达 1200 台，向智能化、绿色化升级 | 平衡重叉车 |
| 中力股份 | 34.3 (未上市，2021 年数据) | 连续九年电动仓储叉车产销量排名第一，即将在 A 股上市 | 各类叉车 |
| 诺力股份 | 33.8 | 电动叉车全国领先，轻小型叉车全球领先 | 电动叉车 |
| 中国龙工 | 33.7 | 新能源叉车方面有突破性进展 | 超重型叉车 |

数据来源：各公司公告，中力股份招股说明书，西南证券整理

4.2 加大研发投入，通过收购布局电动仓储叉车

公司不断加大研发投入力度。2022 年，公司研发费用 6.2 亿元，同比减少 13.5%，研发投入占营业收入比重达 3.9%，同比下降 0.9 个百分点，主要系会计准则变更导致部分研发费用计算至成本端。自 2018 年以来，公司不断加大研发投入，研发费用逐年攀升，但由于公司出色的盈利能力，研发费用率始终保持在 5% 以内。2022 年公司共有研发人员 1398 人，占总员工的 16.0%，较去年有所降低，主要系公司内部统计口径调整所致。

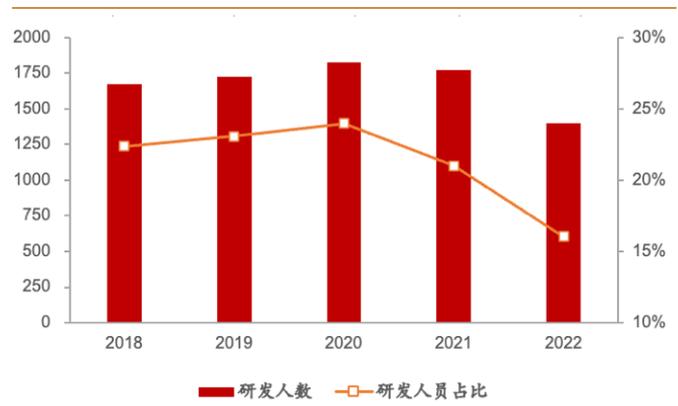
充分发挥自身大平台优势，优化产品结构。截至 2022 年底，公司累计获得有效授权专利 3302 项，其中发明专利 248 项；主持制定国际标准 2 项，参与制定国际标准 5 项，主持或参与制定国家标准 49 项、行业标准 26 项、团体标准 6 项；实现了从产品到专利再到标准的提升。2021 年公司共计上市新产品车型 362 款，其中电动新能源系列产品 52 款，公司近年来充分发挥自身平台优势，加快创新发展步伐，为迈向“2060”双碳目标积极行动。

图 46：公司研发投入占比稳定在 4% 左右



数据来源：Wind，西南证券整理

图 47：2022 年公司研发人员占比有所降低



数据来源：Wind，西南证券整理

2018 年底收购宁波力达，积极布局电动仓储叉车。宁波力达物流设备有限公司成立于 2007 年，深耕仓储叉车领域十余载，专注于电动托盘搬运车和托盘堆垛车产品，2016、2017、2018 前三季度均实现 2.5 亿元以上营收。公司在 2018 年 12 月收购宁波力达 66% 的股份成为其控股股东，开始布局仓储叉车电动化赛道。

2020 年收购加力股份，强化电动仓储叉车实力。加力股份成立于 2011 年，专注于电动仓储叉车领域，2018、2019、2020 年营收分别为 1.6 亿元、2.7 亿元、3.8 亿元。2020 年 10 月公司收购加力股份 62.6% 的股份，成为其控股股东，截至 2022 年年报，公司拥有加力股份 70.4% 的表决权。公司收购加力股份后，在仓储叉车领域的综合实力大大增强。

4.3 优质服务锁定客户，加速布局海外市场

公司售后服务一流，网点遍布全国。公司多年来投入巨资在国内建立了完善的售后服务网络，目前拥有 25 个省级营销网络和 500 多家销售服务网点。公司承诺主要部件质保期 1 年或工作 2000 小时；从接到用户反馈的产品故障信息起，距离服务网点 300 公里内区域 24 小时进行到场售后服务，600 公里内 48 小时服务，600 公里外 72 小时服务，响应迅速、及时。

加速海外中心布局，发展国际市场。公司拥有欧洲、北美、东南亚、中东四个海外中心，并在海外 80 个国家和地区建立了海外代理网络。2022 年公司叉车出口 7.8 万台，同比增长 21.9%；海外营收 47.2 亿元，同比增长 56.6%，海外收入占比提升 10.2 个百分点。随着公司产品力不断提升，未来有望获得更多海外市场空间，朝着“世界五强，百年合力”的目标前进。

图 48：公司 25 家省级营销网络遍布全国



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 49：公司拥有 4 家海外中心



数据来源：公司官网，西南证券整理

4.4 发力叉车后市场，抓住行业新机遇

成立合资公司，打造租赁业务；打通上游，实现核心零部件自产。2016 年 7 月，公司与德国永恒力集团合资成立永恒力合力工业车辆租赁公司，着手打造叉车租赁业务，为客户提供个性化搬运解决方案。同时公司向上游发展，拥有合肥铸锻厂、蚌埠液力、安庆车桥等子公司，实现核心零部件自产，进一步提高产品毛利率。

紧跟市场步伐，大力发展锂电叉车。公司顺应行业“锂电化、低碳化、智能化”的发展趋势，陆续上市了国四动力、氢能源叉车、G2 锂电等新品，为我国工业车辆品牌竞争国际市场给出了“中国方案”。2023年2月22日，公司全新一代 H4 锂电新能源叉车正式发布，首批 110 台 H4 叉车已交付海外客户，顺利启航欧洲。目前公司生产的 I 类车中，锂电叉车占比 65%，III 类车锂电渗透率接近 100%。

发展智能化叉车，开拓自动化物流板块。公司实施智能制造、智能产品、智能服务和工业互联网“三智一网”的发展模式，在智能制造方面，通过建立 5G 智能车间和智能化生产线，打造实时、协作、透明、数字化的高效智能工厂；在智能产品方面，推出 5G+AGV、堆垛式 AGV、重载叉车式 AGV 等高端智能化产品，公司智慧物流系统已在仓储、物流、家电、汽车等多个行业得到产业化应用。

图 50：公司首批全新 H4 锂电叉车起航欧洲



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 51：公司智能化工厂效果图



数据来源：公司年报，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：叉车锂电化进程持续加速，加之公司在海外市场的开拓，电动平衡重式叉车产销量增加，2023-2025 年预计 I 类车销量分别为 5.1、6.6、8.6 万台，均价分别为 12.0、12.0、12.0 万元；II 类车预计销量分别为 4300、4700、5200 台，均价分别为 28.0、28.5、29.0 万元。

假设 2：目前 III 类车保有量已接近瓶颈，未来销售主要以存量更新为主，2023-2025 年预计公司 III 类车销量分别为 9.6、10.0、10.6 万台，均价分别为 1.0、1.0、1.0 万元。

假设 3：随着环保要求日渐严格，公司内燃叉车销量将逐渐放缓，2023-2025 年预计内燃叉车销量分别为 13.9、14.6、15.3 万台，均价分别为 7.0、7.5、7.5 万元。

假设 4：随着公司加大海外市场渠道建设，公司海外订单增加，2023-2025 年预计外销占比分别为 34.0%、37.8%、43.0%，海外市场毛利率分别为 19.5%、20.0%、20.0%；国内市场毛利率分别为 16%、16%、16%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 叉车产品 | 收入 | 15547.45 | 18008.81 | 21249.72 | 24389.44 |
| | 增速 | 1.84% | 15.83% | 18.00% | 14.78% |
| | 毛利率 | 16.71% | 17.19% | 17.51% | 17.72% |
| 其他业务 | 收入 | 125.69 | 150.83 | 181.00 | 217.20 |
| | 增速 | -16.01% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| | 毛利率 | 52.44% | 52.00% | 51.00% | 50.00% |
| 合计 | 收入 | 15673.14 | 18159.64 | 21430.72 | 24606.65 |
| | 增速 | 1.66% | 15.86% | 18.01% | 14.82% |
| | 毛利率 | 16.99% | 17.48% | 17.80% | 18.00% |

数据来源：Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取诺力股份和杭叉集团作为可比公司, 2023-2025 年可比公司平均 PE 为 15、12、10 倍。考虑到安徽合力作为行业龙头, 未来将充分受益于行业的增长, 理应享受一定溢价。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.8、13.8、16.8 亿元, 给予公司 2023 年 18 倍目标 PE, 对应目标价 26.28 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值（股价时间为 2023 年 7 月 26 日）

| 证券代码 | 可比公司 | 股价 (元) | EPS (元) | | | | PE (倍) | | | |
|--------|------|--------|---------|------|------|------|--------|-----|-----|-----|
| | | | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E |
| 603611 | 诺力股份 | 25.37 | 1.51 | 1.94 | 2.46 | 3.16 | 17 | 12 | 10 | 8 |
| 603298 | 杭叉集团 | 24.07 | 1.14 | 1.45 | 1.75 | 2.07 | 22 | 17 | 14 | 12 |
| 平均值 | | | | | | | 20 | 15 | 12 | 10 |

数据来源：Wind, 西南证券整理

6 风险提示

1) 宏观经济增速不及预期：由于公司主营产品叉车具有很强的周期性, 其销量与制造业、物流业增速密切相关。若宏观经济增速不及预期则会影响叉车产品需求, 对公司造成不利影响。

2) 行业竞争加剧：随着行业近年来高速发展及电动化、智能化的大趋势, 行业参与者均加速布局、紧抓机遇、快速发展, 行业竞争不断加剧。若公司未能持续保持并提升在研发生产、市场渠道、产能规模、人才团队等方面的核心竞争优势, 将可能面临产品利润下滑、客户流失、盈利水平下降等风险。

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

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 15673.14 | 18158.90 | 21429.32 | 24605.14 | 净利润 | 1025.48 | 1202.62 | 1530.17 | 1862.65 |
| 营业成本 | 13009.88 | 14984.72 | 17614.90 | 20176.22 | 折旧与摊销 | 226.31 | 263.41 | 263.41 | 263.41 |
| 营业税金及附加 | 93.14 | 108.95 | 128.58 | 147.63 | 财务费用 | -42.57 | -9.08 | -10.71 | -12.30 |
| 销售费用 | 552.21 | 599.24 | 685.74 | 762.76 | 资产减值损失 | -18.00 | -15.00 | -15.00 | -15.00 |
| 管理费用 | 426.30 | 1216.65 | 1382.19 | 1525.52 | 经营营运资本变动 | -426.00 | 151.63 | -344.63 | -210.78 |
| 财务费用 | -42.57 | -9.08 | -10.71 | -12.30 | 其他 | 5.21 | -44.70 | -44.67 | -48.20 |
| 资产减值损失 | -18.00 | -15.00 | -15.00 | -15.00 | 经营活动现金流净额 | 770.42 | 1548.87 | 1378.57 | 1839.78 |
| 投资收益 | 72.51 | 50.00 | 50.00 | 50.00 | 资本支出 | -317.51 | -150.00 | -150.00 | -150.00 |
| 公允价值变动损益 | 40.84 | 23.20 | 25.20 | 26.33 | 其他 | -957.73 | 1198.29 | -91.62 | 1.90 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -1275.25 | 1048.29 | -241.62 | -148.10 |
| 营业利润 | 1146.49 | 1346.61 | 1718.83 | 2096.65 | 短期借款 | -24.24 | -2.16 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 18.05 | 20.00 | 20.00 | 20.00 | 长期借款 | 1200.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 1164.54 | 1366.61 | 1738.83 | 2116.65 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 139.07 | 163.99 | 208.66 | 254.00 | 支付股利 | -259.06 | -325.82 | -353.06 | -440.73 |
| 净利润 | 1025.48 | 1202.62 | 1530.17 | 1862.65 | 其他 | 1463.11 | -587.02 | 60.71 | 62.30 |
| 少数股东损益 | 121.33 | 122.63 | 147.57 | 179.30 | 筹资活动现金流净额 | 2379.80 | -915.00 | -292.34 | -378.43 |
| 归属母公司股东净利润 | 904.14 | 1079.99 | 1382.60 | 1683.35 | 现金流量净额 | 1872.00 | 1682.17 | 844.61 | 1313.25 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务分析指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 3471.70 | 5153.87 | 5998.48 | 7311.72 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 1751.09 | 1916.98 | 2308.52 | 2632.64 | 销售收入增长率 | 1.66% | 15.86% | 18.01% | 14.82% |
| 存货 | 2097.23 | 2399.74 | 2827.95 | 3239.82 | 营业利润增长率 | 30.68% | 17.45% | 27.64% | 21.98% |
| 其他流动资产 | 3643.06 | 2332.77 | 2515.82 | 2608.05 | 净利润增长率 | 30.60% | 17.27% | 27.24% | 21.73% |
| 长期股权投资 | 402.68 | 402.68 | 402.68 | 402.68 | EBITDA 增长率 | 22.38% | 20.35% | 23.15% | 19.08% |
| 投资性房地产 | 76.73 | 66.09 | 66.78 | 68.12 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 2341.26 | 2293.23 | 2245.20 | 2197.18 | 毛利率 | 16.99% | 17.48% | 17.80% | 18.00% |
| 无形资产和开发支出 | 551.16 | 487.28 | 423.40 | 359.52 | 三费率 | 5.97% | 9.95% | 9.60% | 9.25% |
| 其他非流动资产 | 438.72 | 437.22 | 435.72 | 434.22 | 净利率 | 6.54% | 6.62% | 7.14% | 7.57% |
| 资产总计 | 14773.64 | 15489.86 | 17224.55 | 19253.95 | ROE | 13.90% | 15.14% | 16.77% | 17.67% |
| 短期借款 | 502.16 | 500.00 | 500.00 | 500.00 | ROA | 6.94% | 7.76% | 8.88% | 9.67% |
| 应付和预收款项 | 2689.38 | 3342.01 | 3827.65 | 4359.73 | ROIC | 19.97% | 22.37% | 27.49% | 31.13% |
| 长期借款 | 1500.00 | 1500.00 | 1500.00 | 1500.00 | EBITDA/销售收入 | 8.49% | 8.82% | 9.20% | 9.54% |
| 其他负债 | 2702.89 | 2203.23 | 2275.16 | 2350.55 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 7394.42 | 7545.24 | 8102.81 | 8710.28 | 总资产周转率 | 1.19 | 1.20 | 1.31 | 1.35 |
| 股本 | 740.18 | 740.20 | 740.20 | 740.20 | 固定资产周转率 | 7.94 | 9.21 | 12.08 | 15.62 |
| 资本公积 | 315.39 | 315.38 | 315.38 | 315.38 | 应收账款周转率 | 11.01 | 10.99 | 11.30 | 11.08 |
| 留存收益 | 5407.18 | 6161.35 | 7190.90 | 8433.52 | 存货周转率 | 6.23 | 6.62 | 6.69 | 6.60 |
| 归属母公司股东权益 | 6774.14 | 7216.93 | 8246.47 | 9489.09 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 86.81% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 605.07 | 727.70 | 875.27 | 1054.57 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 7379.21 | 7944.63 | 9121.74 | 10543.66 | 资产负债率 | 50.05% | 48.71% | 47.04% | 45.24% |
| 负债和股东权益合计 | 14773.64 | 15489.86 | 17224.55 | 19253.95 | 带息债务/总负债 | 50.50% | 49.46% | 46.06% | 42.85% |
| | | | | | 流动比率 | 2.82 | 2.96 | 3.04 | 3.13 |
| | | | | | 速动比率 | 2.28 | 2.36 | 2.41 | 2.49 |
| | | | | | 股利支付率 | 28.65% | 30.17% | 25.54% | 26.18% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.22 | 1.46 | 1.87 | 2.27 |
| | | | | | 每股净资产 | 9.15 | 9.75 | 11.14 | 12.82 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.04 | 2.09 | 1.86 | 2.49 |
| | | | | | 每股股利 | 0.35 | 0.44 | 0.48 | 0.60 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | |
| EBITDA | 1330.23 | 1600.94 | 1971.53 | 2347.76 | | | | | |
| PE | 17.74 | 14.85 | 11.60 | 9.53 | | | | | |
| PB | 2.37 | 2.22 | 1.95 | 1.69 | | | | | |
| PS | 1.02 | 0.88 | 0.75 | 0.65 | | | | | |
| EV/EBITDA | 9.50 | 7.35 | 5.46 | 3.99 | | | | | |
| 股息率 | 1.62% | 2.03% | 2.20% | 2.75% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|-----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 刘中一 | 销售经理 | 19821158911 | 19821158911 | lzhongy@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyif@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旸 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 龙思宇 | 销售经理 | 18062608256 | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 阚钰 | 销售经理 | 17275202601 | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn |
| | 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 |
| 张岚 | | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| 杨薇 | | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| 王一菲 | | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| 徐铭婉 | | 销售经理 | 15204539291 | 15204539291 | xumw@swsc.com.cn |
| 姚航 | | 销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| 胡青璇 | | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
