

叉车国企龙头，持续增长可期

——安徽合力首次覆盖报告

核心观点

- **国内叉车行业龙头，穿越周期持续成长。**公司是国内叉车龙头，叉车产销量连续 31 年稳居国内第一。公司是拥有六十余年历史的大型国企，有省政府财政加持，股权结构集中，近几年聚焦机制变革，公司治理能力得到提升。公司主要从事叉车及关键零部件的研发、制造和销售，产品覆盖全系列，营销服务体系完善。公司穿越周期，业绩持续稳健增长：1996-2021 年营收增长超 34 倍，归母净利润增长近 15 倍。
- **叉车具备成长属性，电动化和全球化助推行业高质量发展。**叉车行业下游应用广泛，需求主要来自于制造业和物流业。叉车具有成长属性，其需求短期内与宏观经济景气度相关。平衡重式叉车销量与制造业 GDP 有较强相关性，仓储叉车销量则与物流业景气度相关。我们认为当前制造业需求处于筑底阶段，行业景气度有望在今年上半年迎来向上拐点；同时未来随着疫情防控政策的调整，物流业增速有望迎来恢复。我们预计国内叉车需求底部复苏在即。长期来看，在我国面临的劳动力挑战下，“叉车替人”是叉车增长的长期驱动力。近年来我国叉车电动化率逐渐提升，我们认为未来电动叉车渗透率仍有较大提升空间，主要有以下两大逻辑：平衡重存量电动化替换贡献行业收入增量，仓储叉车替代板车带来销量增长空间。叉车出口韧性较强，出口已成为我国叉车的重要支撑。我们认为，随着国内叉车产品全球竞争力不断增强，中国叉车的全球市场份额还有进一步提升空间。
- **完善全产业链布局，电动化、智能化和全球化支撑公司长足发展。**公司是无可争议的叉车行业龙头，经营质量良好。近几年，公司积极投资扩产，完善全产业链布局；立足既有优势，拓展电动化、智能化和后市业务；加速全球化布局，出口成绩亮眼。我们认为，公司有望继续引领叉车行业发展，持续夯实龙头地位。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 22/23/24 年将实现营收 159.92/186.89/219.79 亿元，同比增长 3.7%/16.9%/17.6%；实现归母净利润 8.43/10.02/12.22 亿元，同比增长 33.0%/18.8%/22.0%，EPS 分别为 1.14/1.35/1.65 元。参考可比公司平均估值，给予安徽合力 2023 年 13xPE，对应目标价为 17.55 元，首次给予买入评级。

风险提示

宏观经济增速不及预期、国际贸易政策及汇率波动、原材料成本上涨、行业竞争加剧导致毛利率下降、国内疫情反复和海外疫情加剧、假设条件变化影响测算结果、后市场服务业务发展不及预期、产能建设及释放不及预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,797	15,417	15,992	18,689	21,979
同比增长(%)	26.3%	20.5%	3.7%	16.9%	17.6%
营业利润(百万元)	953	877	1,106	1,312	1,600
同比增长(%)	8.1%	-8.0%	26.1%	18.6%	21.9%
归属母公司净利润(百万元)	732	634	843	1,002	1,222
同比增长(%)	12.4%	-13.4%	33.0%	18.8%	22.0%
每股收益(元)	0.99	0.86	1.14	1.35	1.65
毛利率(%)	17.7%	16.1%	16.7%	17.1%	17.6%
净利率(%)	5.7%	4.1%	5.3%	5.4%	5.6%
净资产收益率(%)	14.1%	11.3%	13.8%	14.8%	16.0%
市盈率	13.3	15.4	11.5	9.7	8.0
市净率	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (首次)
股价 (2022年12月30日)	13.15 元
目标价格	17.55 元
52 周最高价/最低价	15.35/8.31 元
总股本/流通 A 股 (万股)	74,018/74,018
A 股市值 (百万元)	9,733
国家/地区	中国
行业	机械设备
报告发布日期	2023 年 01 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.86	-5.12	33.1	8.82
相对表现	0.73	-5.6	31.35	30.15
沪深 300	1.13	0.48	1.75	-21.33



证券分析师

杨震 021-63325888*6090
yangzhen@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860520060002
香港证监会牌照: BSW113

联系人

刘嘉倩 liujiaqian@orientsec.com.cn

目录

1. 叉车国企龙头，穿越周期持续成长	5
1.1 六十余载老牌国企，国内叉车龙头	5
1.2 省国资背景加持，机制变革提升公司治理能力	5
1.3 核心业务为叉车，产品覆盖全系列，营销服务体系完善	6
1.4 公司穿越周期，规模持续扩大，盈利能力逐步改善	8
2. 叉车具备成长属性，电动化和全球化助推行业发展	9
2.1 叉车下游应用领域广泛，产品类型丰富	9
2.2 全球叉车竞争格局稳定，国内集中度不断提升	10
2.2.1 全球叉车行业集中度较高，国内企业成长性较强	10
2.2.2 国内叉车强者恒强，双寡头行业地位稳中有升	12
2.3 叉车具有成长属性，短期和长期增长逻辑清晰	13
2.3.1 叉车具有成长属性，短期与制造业、物流业景气度相关性较高	13
2.3.2 我国劳动力日渐萎缩，“叉车替人”是长期驱动力	15
2.4 电动化率提升，助力我国叉车行业高质量发展	15
2.4.1 平衡重存量电动化替换大势所趋，将有效扩大叉车市场规模	16
2.4.2 仓储叉车替代板车，带来叉车销量增量空间	18
2.5 叉车出口韧性较强，海外市场前景广阔	19
3. 完善全产业链布局，电动化、智能化和全球化支撑公司长足发展	21
3.1 无可争议的行业龙头，经营质量良好	21
3.2 积极投资扩产，完善全产业链布局	23
3.3 立足既有优势，拓展电动化、智能化和后市业务	25
3.3.1 加速推动电动化进程，持续深化新能源布局	25
3.3.2 积极布局智能化、网联化，确立行业领先地位	27
3.3.3 后市业务发展伊始，前景广阔	27
3.4 全球化布局加速，出口成绩亮眼	28
4. 盈利预测与投资建议	30
4.1 盈利预测	30
4.2 投资建议	30
风险提示	32

图表目录

图 1: 安徽合力发展历程	5
图 2: 安徽合力股权结构	6
图 3: 合力主要产品介绍	7
图 4: 合力国内生产基地布局	7
图 5: 合力海外营销网络布局	7
图 6: 合力营业收入及同比增速	8
图 7: 合力归母净利润及同比增速	8
图 8: 合力毛利率及净利率	8
图 9: 合力各项费用率情况	8
图 10: 合力各季度营收及归母净利润同比增速	9
图 11: 合力各季度毛利率及归母净利率	9
图 12: 2020 年中国叉车制造产业链下游需求分布	9
图 13: 2021 年全球叉车 TOP10 规模 (亿美元)	11
图 14: 2021 年全球叉车销量 TOP5 占比	11
图 15: 2010-2021 年全球和中国叉车销量及同比增速	11
图 16: 中国叉车销量的全球市场份额	11
图 17: 国内叉车市场外企销量占比	12
图 18: 中国叉车出口量在国外叉车销量中占比	12
图 19: 中国叉车行业三大梯队	12
图 20: 安徽合力和杭叉集团市占率	13
图 21: 挖机销量、叉车销量及金属切削机床产量同比增速 (%)	13
图 22: 叉车销量增速与 PMI 指数增速的关系	14
图 23: 平衡重式叉车销量增速与制造业 GDP 增速的关系	14
图 24: 快递业务量及同比增速	14
图 25: 仓储叉车销量增速与快递业务量增速的关系	14
图 26: 中国总劳动力人口及同比增速	15
图 27: 中国叉车销量与劳动力新增人口的反向变动关系	15
图 28: 中国叉车销量结构	16
图 29: 中国电动叉车销量占比 (%)	16
图 30: 全球各地区叉车电动化率 (%)	16
图 31: 我国平衡重式叉车销量及电动化率	18
图 32: 全球各地区平衡重式叉车电动化率 (%)	18
图 33: 我国电动步行式仓储叉车销量及同比增速	18
图 34: 中国及全球各地区电动步行式仓储叉车销量占比 (%)	18
图 35: 我国轻小型搬运车辆销量及同比增速	19
图 36: 我国电动步行式仓储叉车与板车销量对比 (万台)	19

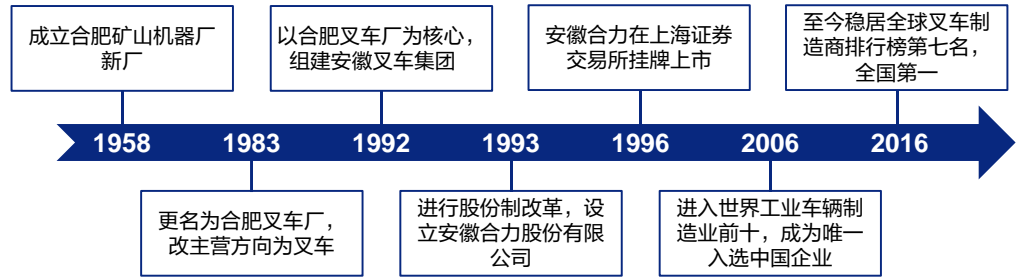
图 37: 我国叉车内销量及同比增速	20
图 38: 我国叉车出口销量及同比增速	20
图 39: 国内叉车龙头企业海外业务营收及占比	20
图 40: 丰田工业 FY2022 营收分拆	21
图 41: 凯傲集团 2021 年营收分拆	21
图 42: 合力和杭叉的营收及同比增速	21
图 43: 合力和杭叉的归母净利润及同比增速	22
图 44: 合力和杭叉的研发支出及营收占比	22
图 45: 合力和杭叉的运输费用及营收占比	22
图 46: 合力和杭叉的资产负债率 (%)	22
图 47: 合力和杭叉的应收账款周转率 (次)	22
图 48: 合力和杭叉的收现比 (%)	23
图 49: 合力和杭叉的净现比	23
图 50: 合力内燃平衡重式叉车	25
图 51: 合力电动平衡重式叉车	25
图 52: 氢燃料电池叉车的优势	26
图 53: 合力“三智一网”发展模式	27
图 54: 合力 AGV 系列产品	27
图 55: 合力智能车队管理系统	27
图 56: 丰田 FY2022 物料搬运业务结构	28
图 57: 合力后市场业务营收及占比	28
图 58: 合力海外业务营收及同比增速	29
图 59: 合力叉车出口数量及同比增速	29
表 1: 2021 年全球前 10 大叉车制造商	5
表 2: 国内外工业车辆分类情况	10
表 3: 3 吨电动叉车和 3 吨内燃叉车全生命周期使用成本对比	17
表 4: 2025 年我国电动平衡重式叉车市场规模敏感性分析	18
表 5: 合力 2018 年以来的投资扩产项目	24
表 6: 合力可转债募集资金使用计划	24
表 7: 合力的电动化布局	26
表 8: 合力的全球化进程	29
表 9: 可比公司估值比较	31

1. 叉车国企龙头，穿越周期持续成长

1.1 六十余载老牌国企，国内叉车龙头

发展六十余载，稳居国内叉车生产、制造、销售龙头，具备全球竞争力。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 年安徽合力公开向社会发行 3000 万股股票，并于当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，是全国同行业中首先获得进出口自营权的企业。1991 年起，企业主要经济技术指标连续多年保持国内同行业领军地位，2021 年叉车产销量连续三十一年国内同行业第一。2006 年安徽合力进入世界工业车辆行业十强，成为唯一入选的中国企业；根据美国《现代物料搬运》杂志的评选，2016-2021 年安徽合力均位于全球叉车制造商排行榜第 7 位。

图 1：安徽合力发展历程



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：2021 年全球前 10 大叉车制造商

排名	公司名称	国家	2021 财年销售额 (亿美元)
1	丰田工业集团	日本	159.23
2	凯傲集团	德国	73.76
3	永恒力集团	德国	55.13
4	三菱力士优	日本	40.44
5	科朗设备集团	美国	40.10
6	海斯特-耶鲁物料搬运公司	美国	30.75
7	安徽合力	中国	24.09
8	杭叉集团	中国	22.73
9	斗山工业车辆公司	韩国	13.51
10	曼尼通集团	法国	12.52

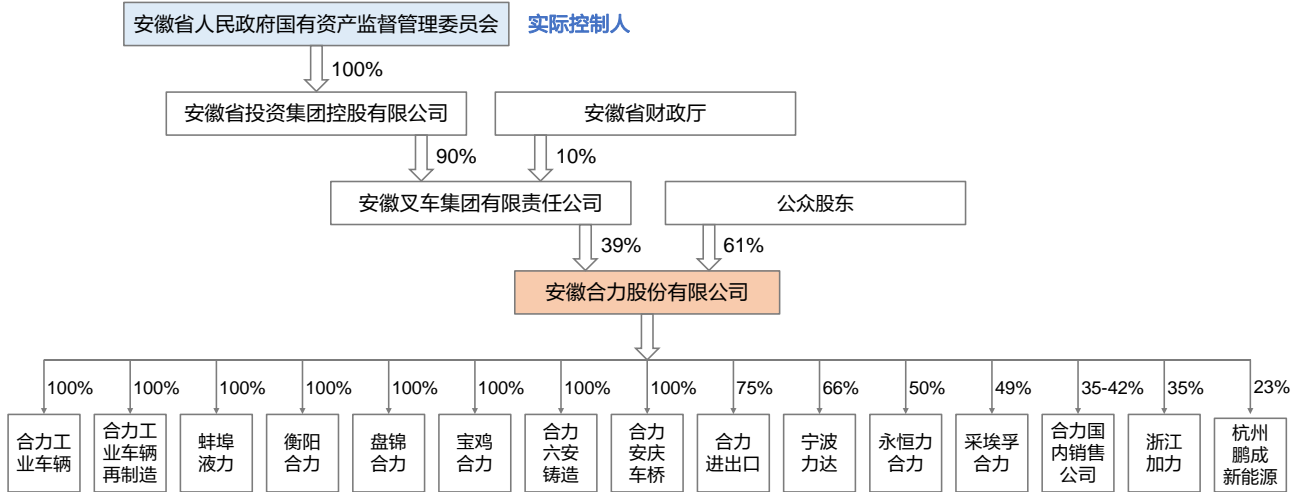
数据来源：美国《MMH 现代物料搬运》杂志，东方证券研究所

1.2 省国资背景加持，机制变革提升公司治理能力

公司是大型国有企业，省政府财政加持，股权结构较集中。截止 2022 年 11 月 25 日，安徽合力（以下简称“合力”）的第一大股东为安徽叉车集团，持股 38.97%，其余 61.03%为公众股东持

有，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的股份均不超过 5%，公司股权结构稳定。

图 2：安徽合力股权结构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

聚焦机制变革，着力提升公司治理能力。合力加快落实国企改革三年行动计划，稳步推进“三项制度”改革，通过经理层任期制和契约化管理，进一步规范董事会建设，建立健全市场化经营机制。2021 年，合力完成总部及分子公司经理层成员“契约”签订，形成现代化企业制度下的经营机制；积极开展管理人员竞争上岗，推进“双星双石”计划，创新人才培养模式；全面优化管理部门架构，面向市场和战略发展需要，设立“三院一办”，进一步适应工业车辆、智慧物流、工业互联网等业务发展需要。此外，合力积极开展对标世界一流管理提升行动，从战略、运营、财务、风险等八个领域展开对标，建立对标管理常态化运行机制。老牌国企深化改革，将为公司发展注入活力。2022 年 6 月公司发布公告称，安徽省国资委将持有安徽叉车集团的 90% 股权无偿划转至安徽省投资集团，该举措虽然不会导致公司控股股东和实控人发生变化，但对于公司的机制变革有十分积极的意义。

合肥总部加五大生产基地，产业链规模化优势明显。合力以合肥总部为中心，五大整机生产基地辐射全国：宁波力达和浙江加力负责东部，宝鸡合力负责西部，盘锦合力、衡阳合力分别负责北方和南方，该布局有利于降低运输成本。此外合力以合肥铸锻厂、蚌埠液力公司、安庆车桥厂等核心零部件体系为产业链提供支撑，除发动机、液压元件、变速箱齿轮等个别零部件不是自制，其余用钢件再加工的构件均为自制，零部件自制率较高，规模化优势明显。

1.3 核心业务为叉车，产品覆盖全系列，营销服务体系完善

合力主营各类工业车辆的研发、生产与销售，产品线已基本覆盖内燃和电动全部车型。公司拥有 24 个吨位级、500 多个品种、1700 多种型号的产品系列，产品覆盖 0.2 至 46 吨系列内燃和电动工业车辆、智能物流系统、港机设备、特种车辆、工程机械及传动系统和工作装置等关键零部件。其中，“合力、HELI”牌系列叉车为公司主要产品，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。公司产品具有自主知识产权，综合性能处于国内、国际先进水平。

图 3：合力主要产品介绍

电动平衡重乘驾式叉车	电动乘驾式仓储叉车	电动步行式仓储叉车
		
包括锂电、氢燃料电池及铅酸蓄电池等系列产品。锂电专用车具有媲美燃油车的综合性能，适应复杂工况能力强，全生命周期综合成本低。产品主要包含H/H3/G/G2/G3等系列，吨位覆盖1-18吨，广泛应用于烟草、食品、纺织、电子、仓储物流等行业。	按操作方式可分为座驾前移式和站驾前移式两大类。具有机动灵活、操纵轻便、高起升、高载荷、无污染、低噪音等特点。产品主要包含G2等系列，吨位覆盖1.2-2.5吨，广泛应用于烟草、食品、纺织、电子、超市、冷库等行业，特别适用于狭小工作场地及频繁上下车拣选的作业场合。	按类型可分为堆垛式仓储车和托盘式仓储车两大类，按操作方式可分为站驾式和步行式等。产品主要包含托盘搬运车、托盘堆垛车、拣选车等系列，吨位覆盖0.6-3.5吨，广泛应用于商场、超市、仓库、货场、车间等作业场所，尤其适合食品、纺织、印刷等轻工行业。
内燃平衡重式叉车	港机设备	牵引车等其他系列产品
		
产品覆盖1至46吨主要吨位级，全系列覆盖国四排放标准及欧盟排放法规、美国EPA等国际排放标准要求。产品具有可靠性高、安全性好、作业效率高、环境适应性强以及节能环保等特点。产品主要包含H2000/K/K2/H3/G/G2/G3等系列，吨位覆盖1-46吨，广泛应用于工厂、仓库、车站、物流、码头、港口等行业。	主要包括重型叉车、集装箱堆高机、集装箱正面吊等产品。其中，重型叉车吨位覆盖12-46吨；堆高机可堆高2-8层；正面吊包括标准型正面吊、重载型正面吊。使用场景包括工厂、港口、矿场等。	公司电动及内燃式牵引车，主要应用于邮政、机场、码头、仓库、车站、工厂等各类平面运输物流场所的牵引作业。公司防爆叉车、越野叉车、侧面叉车、扒渣车等特种车辆，主要应用于安全等级要求高以及存在特殊需求的行业。此外，公司还生产销售登高作业平台、装载机等一系列产品。

数据来源：公司年报，东方证券研究所

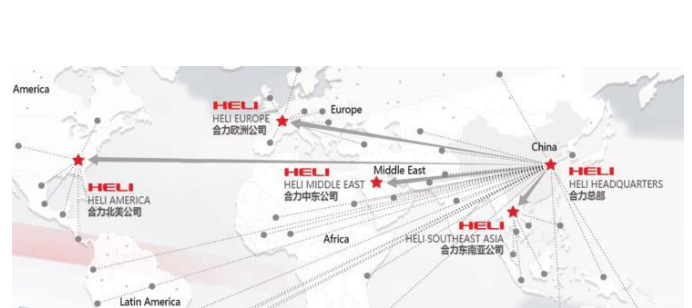
海内外营销服务体系完善，支持产品畅销全球。合力在国内设有 24 家省级营销机构和近 500 家二、三级营销服务网络，在海外设有欧洲、东南亚、北美、中东、欧亚等五大海外中心以及 80 多家代理机构，国内、国际完善的营销服务体系，为用户提供全方位、全生命周期的增值服务，支持合力产品畅销全球 150 多个国家和地区。同时，公司通过整车销售、车辆租赁、融资租赁、电商平台等方式为不同用户提供多样化采购解决方案。

图 4：合力国内生产基地布局



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 5：合力海外营销网络布局

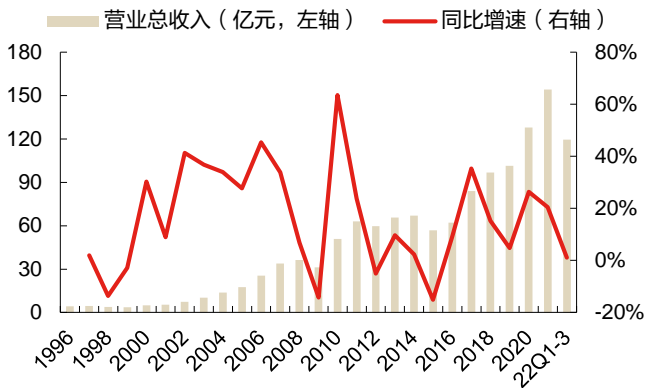


数据来源：公司年报，东方证券研究所

1.4 公司穿越周期，规模持续扩大，盈利能力逐步改善

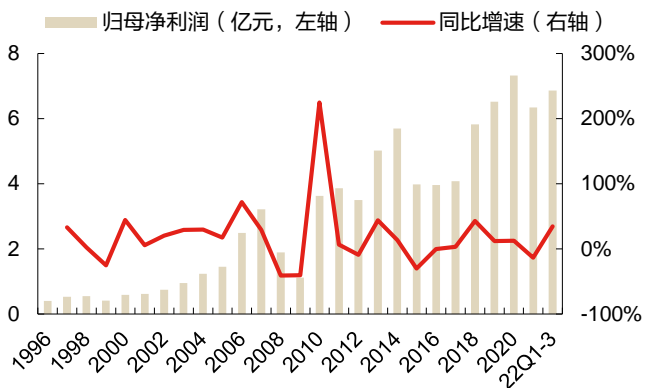
穿越周期，业绩规模持续扩大。自1996年上市以来，公司营业收入从4.35亿元飞速增长至2021年的154.17亿元，1996-2021年增长超过34倍，CAGR为15.34%；公司归母净利润从0.40亿元增长近15倍至6.34亿元，CAGR为11.70%。在行业的下行周期，公司业绩均展现出了较强的韧性。2021年由于行业内低价竞争，公司降价出售产品使得销量和营收有所提升，但价格降低叠加同期较高的原材料价格，对公司的盈利造成了一定的影响。2022年前三季度，公司实现营收119.49亿元，同比增长1.09%；实现归母净利润6.86亿元，同比增长34.34%，已超过2021年全年水平。2022年在叉车内需下滑的背景下，公司凭借产品结构的改善和出口的高速增长实现了利润的较快增长。

图6：合力营业收入及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

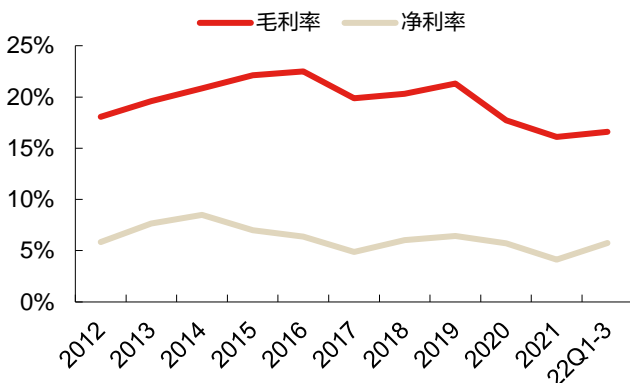
图7：合力归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

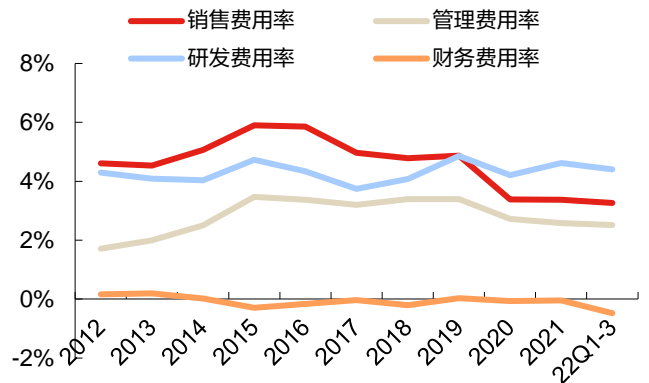
利润率水平控制良好，费用管控能力逐步增强。公司利润率一直维持在相对稳定的水平，2020年起公司的销售费用中不再包含运输费，是毛利率下滑的主要原因。公司注重费用管控，随着公司产品收入规模的扩大，规模效应显现，销售费用率、管理费用率稳步下降，财务费用率始终保持在不超过0.2%的低水平，研发费用率基本维持在4%以上。

图8：合力毛利率及净利率



数据来源：Wind，东方证券研究所

图9：合力各项费用率情况



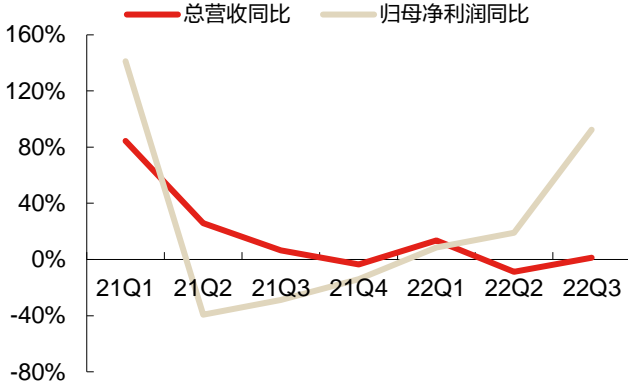
数据来源：Wind，东方证券研究所

2021年下半年以来，盈利能力逐步改善。2021Q3以来，公司营收在持平附近震荡，但归母净利润增速逐季提升；利润率方面，毛利率呈现稳中向好的趋势，净利率逐季提升。这一方面得益于

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

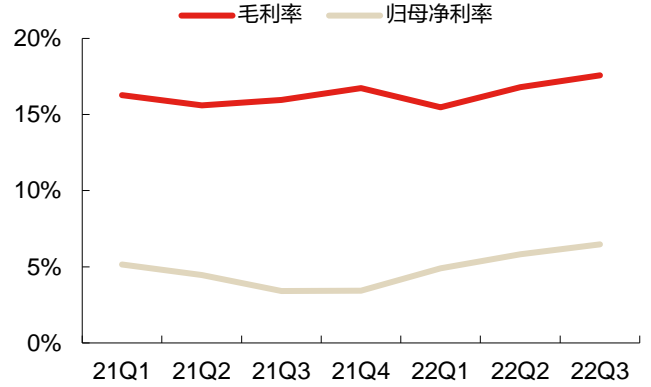
原材料钢材价格、海运运费的下降，公司节省了部分成本；另一方面源于公司产品结构的调整，高毛利产品销售占比增加，带来公司盈利能力提升。此外，汇率变动及海外厂商供应链受限，利好公司出口，进一步提升了公司的盈利能力。

图 10：合力各季度营收及归母净利润同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：合力各季度毛利率及归母净利润率



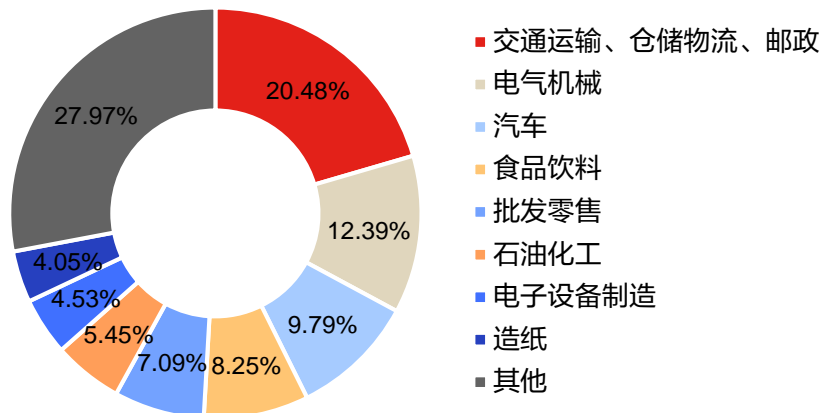
数据来源：Wind，东方证券研究所

2. 叉车具备成长属性，电动化和全球化助推行业发展

2.1 叉车下游应用领域广泛，产品类型丰富

叉车是机动工业车辆的一种，下游应用领域覆盖广泛。叉车是指对成件托盘货物进行装卸、堆垛和短距离运输作业的各种轮式搬运车辆，属于机动工业车辆的一种。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，波动性小于传统工程机械。中国叉车下游细分行业需求较为分散，按照行业性质分类，制造业需求占比约 44%，物流转运类需求占比约 20%，制造业与物流业对叉车的需求在 2.2:1 左右。

图 12：2020 年中国叉车制造产业链下游需求分布



数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，东方证券研究所

按照国内标准主要可分为四大类，不同品类对应不同需求。世界工业车辆协会（WITS）根据动力类型、工作环境、操作员位置、设备属性将叉车分为内燃平衡重式叉车、电动平衡重式叉车、

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

电动乘驾式仓储叉车和电动步行式仓储叉车四大类别并进行统计。中国工业车辆协会（CITA）于 2001 年加入 WITS，在统计口径上与世界接轨。欧美地区习惯将工业车辆分为七类，欧美分类中的各类叉车与国内分类存在明确的对应关系。与欧美分类标准相对应，国内内燃平衡重式叉车相当于欧美分类标准的 IV 类车（实心轮胎）和 V 类车（充气轮胎），电动平衡重式叉车、电动乘驾式仓储叉车和电动步行式仓储叉车分别对应欧美分类标准的 I 类车、II 类车和 III 类车。其中电动步行式仓储叉车可以认为是“电动版”的轻小型搬运车辆（俗称“板车”或“地牛”），但轻小型搬运车辆不属于叉车类别。在四大类叉车中，I-III 类属于电动叉车，IV/V 类属于内燃叉车。电动叉车运行平稳、噪声小，无尾气排放，但牵引力量、续航能力相比内燃叉车略逊一筹，主要应用于搬运距离短、重量小、作业环境要求高的室内环境。出于环保节能方面的考虑，电动平衡重式叉车主要作为室外内燃平衡重式叉车的替代。

表 2：国内外工业车辆分类情况

国内分类	对应欧美分类	动力来源	应用场景
电动平衡重式叉车	I 类车	电池	适用于为牵引车装卸货物，以及制造工厂、室内仓库中的许多应用
电动乘驾式仓储叉车	II 类车	电池	适用于大型仓库、货架高和过道窄的仓库挑选和存放货物
电动步行式仓储叉车	III 类车	电池	适用于仓库装卸货物和将货物运送至暂存区域
内燃平衡重式叉车	IV 类车+ V 类车	汽油、柴油或天然气	适用于建筑工地等对尾气排放和噪音没有特殊要求的室外场所
电动及内燃牵引车	VI 类车	电池、汽油或柴油	适用于机场、装配线等区域牵引货物，不具备提升负载能力
越野叉车	VII 类车	汽油或柴油	适用于城镇建筑工地、山地林区等野外工程、码头货场集装箱装卸工作

数据来源：丰田叉车美国官网，东方证券研究所

注：行业内习惯将 IV 类车和 V 类车合并作为一个类别进行考虑，下文中不再对此进行解释

2.2 全球叉车竞争格局稳定，国内集中度不断提升

2.2.1 全球叉车行业集中度较高，国内企业成长性较强

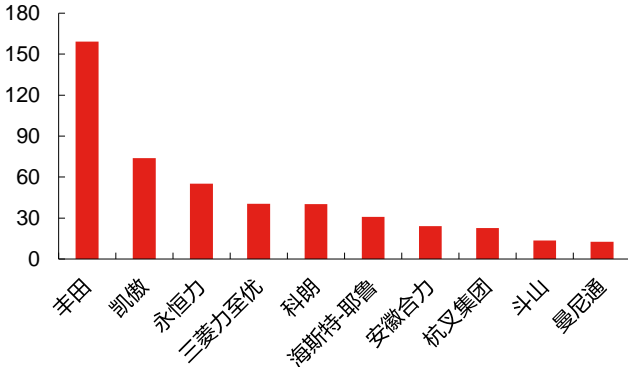
国际叉车品牌高集中度形成寡头格局，全球 TOP10 中 8 家为国外企业。叉车发展已有百年历史，行业初期各国车辆及机械设备制造商纷纷入行探索。随着行业不断成熟，龙头企业凭借资源优势积极并购扩张，逐渐拉开差距，部分国家叉车业已由多家企业竞争演变为寡头格局。根据《美国物料搬运杂志》的评选，2021 年全球前十大叉车企业中分别有日本、德国、美国和中国的两家企业和韩国、法国各一家企业。其中，德国、美国、中国、韩国（韩国的克拉克 2021 年全球排名第 11，当年销售额为 8.12 亿美元，排名与规模均与斗山相近）叉车行业呈现双龙头格局，前两大企业均排名相邻，规模相近；日本的丰田、三菱力至优分列全球第一、第四，规模相差近 3 倍。

国内龙头企业销量排名世界前三，但收入规模与国际龙头尚有较大差距。根据 2022 年《美国物料搬运杂志》发布的数据，日本丰田叉车在 2021 年共销售叉车 28.2 万台，占到全球销量的 14.34%。国内叉车企业安徽合力、杭叉集团销量超过德国凯傲集团，跻身世界第二和第三。从销量来看，2021 年全球销量前五企业占比约为 59%，行业集中度较高。而从营收规模来看，丰田叉车 2021 年实现收入 159.23 亿美元，稳居世界第一；第二名凯傲集团收入 73.76 亿美元，占比不到丰田的一半；国内企业安徽合力、杭叉集团分列第 7 和第 8 位，销售额仅为丰田的 15% 左右。中国叉车电动化率较低，导致单价较低，且后市场服务尚未充分开发，对国内企业收入规模造成

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

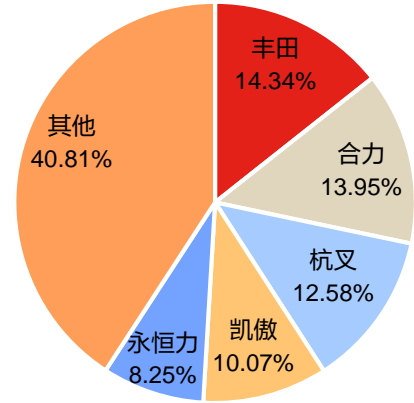
一定影响；未来随着电动化布局逐渐深入，海外市场持续拓展，后市场业务逐步发展，国内叉车企业规模提升空间较大。

图 13：2021 年全球叉车 TOP10 规模（亿美元）



数据来源：MH&L，东方证券研究所

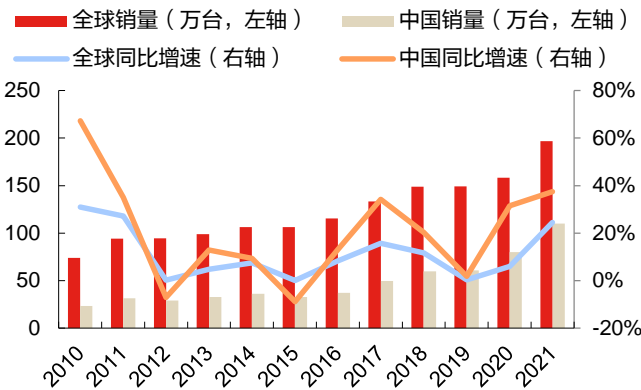
图 14：2021 年全球叉车销量 TOP5 占比



数据来源：公司官网，东方证券研究所

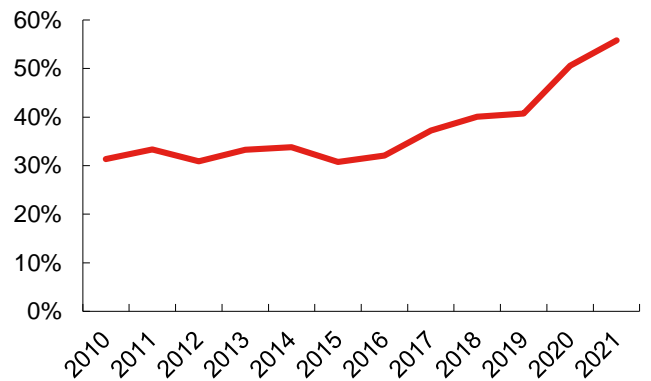
国产叉车销量增速高于全球，全球市占率逐步提升。根据世界工业车辆协会（WITS）的统计，2010 年全球叉车销量为 74.1 万台，2021 年增至 196.9 万台，CAGR 为 9.3%；同期中国叉车销量由 23.2 万台增至 109.9 万台，CAGR 达 15.2%，增长快于全球。国内叉车销量占全球销量的比重也由 2010 年的 31.4% 增至 2021 年的 55.8%，年均提升 2.2pct，中国已是全球最重要的叉车销售市场。2020-2021 年由于国内企业在疫情后积极复工复产，以及行业价格竞争较为激烈，销量大幅提升，国内叉车销量在全球市场的占比也显著提升。2022 年由于海外企业供应链受阻，我们预计中国叉车销量份额将进一步提升。

图 15：2010-2021 年全球和中国叉车销量及同比增速



数据来源：WITS，Wind，东方证券研究所

图 16：中国叉车销量的全球市场份额



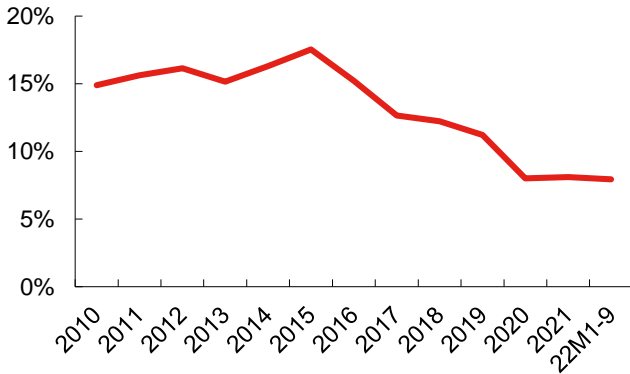
数据来源：Wind，东方证券研究所

国内叉车市场已基本实现进口替代，海外市场拓展空间巨大。经过多年技术积累及持续性的研发投入，国内品牌产品系列完整性、核心技术掌控能力、试验检测水平和设计研发流程等技术质量管理方面逐步向国际行业先进水平看齐。在电动化、智能化方面，国内龙头公司处于国际领先水平。国产叉车的性价比、响应速度和配套服务能力均显著高于外资品牌，近年来国内叉车市场已基本实现全面进口替代。2020 年疫情发生后，国内叉车企业积极复工复产，降价促销，抢占外企份额，当年海外品牌占国内销量份额下降 3.2pct，此后一直维持在 8% 左右的水平。国产品牌在过

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

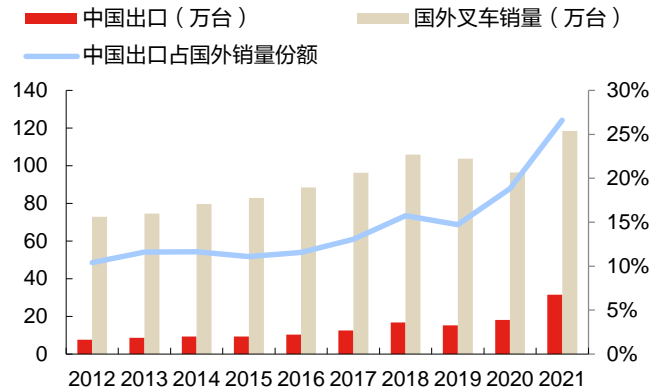
去的两年中凭借优秀的产品力，借助供应链和性价比优势，海外拓展成效显著，2021 年中国叉车出口量占海外叉车销量的比重已达 26.6%。随着国内叉车企业新能源战略和国际化战略的持续深入，叠加国外企业受到的供应链扰动仍将持续一段时间，“天时地利人和”兼具，国内叉车企业海外市场拓展空间巨大。

图 17: 国内叉车市场外企销量占比



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 18: 中国叉车出口量在外国叉车销量中占比

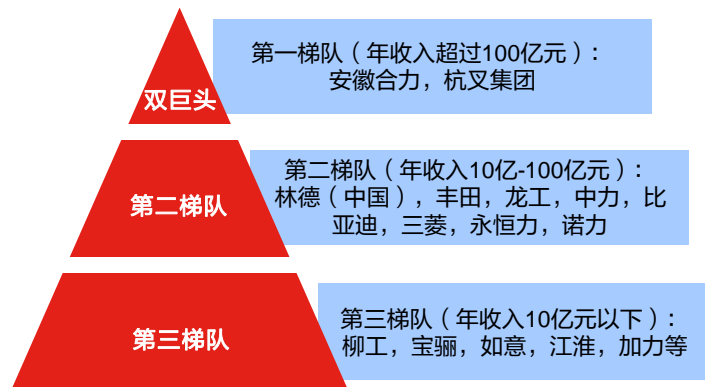


数据来源: Wind, 东方证券研究所

2.2.2 国内叉车强者恒强，双寡头行业地位稳中有升

国内叉车玩家众多，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，2021 年有 15 家工业车辆制造商年销售量超过 10000 台，20 家超过 5000 台，25 家超过 3000 台，有 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。过去我国叉车行业主要为外资品牌所把控，随着国内制造业实力的增强，内资企业逐渐掌握多维优势，近年来，内企销量占比快速提升，并形成了以安徽合力和杭叉集团为双巨头的稳定格局。在行业周期波动中，大型叉车企业生存能力强于中小企业，伴随激烈的行业竞争，行业格局将持续优化。

图 19: 中国叉车行业三大梯队

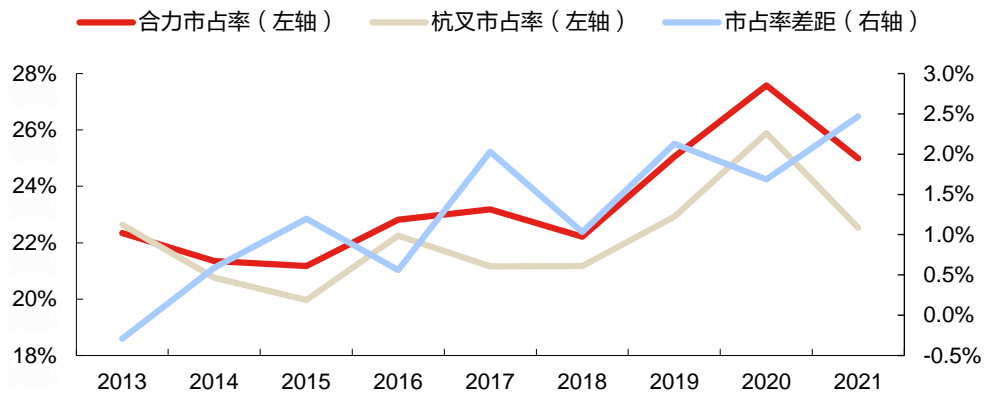


数据来源: 中叉网, 东方证券研究所

双寡头市场份额接近，近几年集中度提升。安徽合力和杭叉集团主要产品均为叉车，且均定位国内中高端市场，为国内叉车领域双寡头，近 9 年两家公司市占率均在 20% 以上。2019 年以来，两家公司市占率明显提升。2020 年受疫情影响，规模较小的企业供应链及运输销售受到较大影响，

两家龙头企业复工复产更及时，且根据市场需求变化，积极优化产品结构，虽然2020年单机价格有所下降，但市占率明显提升。2021年疫情管控逐步常态化，对供应链的影响减弱，两家龙头企业市占率有所回落，但依然保持2019年的较高水平。合力国资背景深厚，已连续31年蝉联国内市场第一，管理层较为重视行业地位及市场份额；杭叉是国内最大的民营叉车制造商，机制灵活，成长速度较快。多年以来，两家公司的竞争既激烈又平和。近9年，两家公司的市占率差距均维持在2.5%以内，是为激烈；而在此期间，行业格局并未发生颠覆性的变化，长期来看，二者市占率差距在波动中慢慢拉大，是为平和。

图 20：安徽合力和杭叉集团市占率



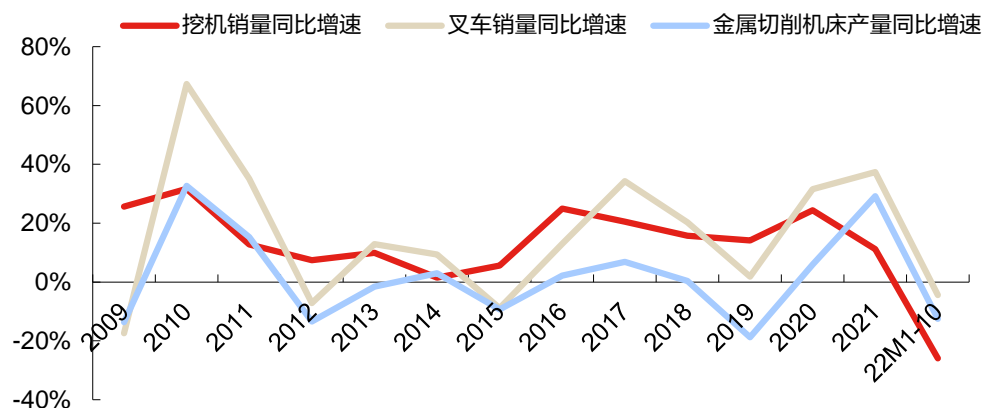
数据来源：Wind，东方证券研究所

2.3 叉车具有成长属性，短期和长期增长逻辑清晰

2.3.1 叉车具有成长属性，短期与制造业、物流业景气度相关性较高

叉车与工程机械逻辑不同，与通用设备相比更具成长属性。不同于以地产和基建为主要下游的工程机械，叉车需求主要来自制造业和物流业的增长。相比于以挖机为代表的工程机械，叉车销量增速的波动规律与通用设备（图中以金属切削机床为代表进行展示）更为类似。同时，叉车具有比挖机和机床更好的成长性。从2009至2021年，我国叉车销量的年复合增长率为18.8%，远高于挖机销量（11.3%）和金属切削机床产量（0.30%）的同期值。叉车因其下游的广泛性和通用性而具备一定的通用设备属性，而单次投资成本低、投资回收期快又使其具备一定的工业消费品属性，因此成长性好于一般的通用设备。我们预计，未来随着中国制造业的蓬勃发展和工业智能化的不断推进，我国叉车销量规模仍将持续扩大。

图 21：挖机销量、叉车销量及金属切削机床产量同比增速 (%)

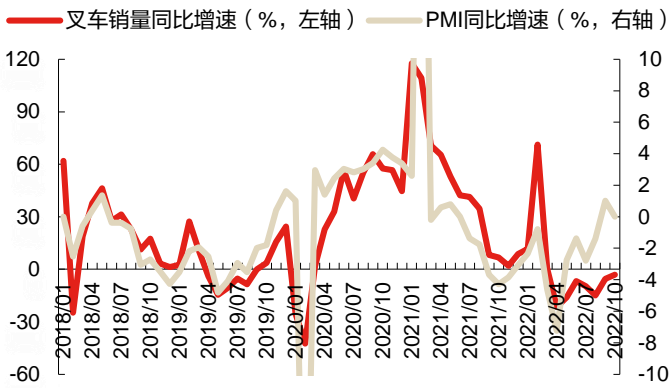


有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：Wind，东方证券研究所

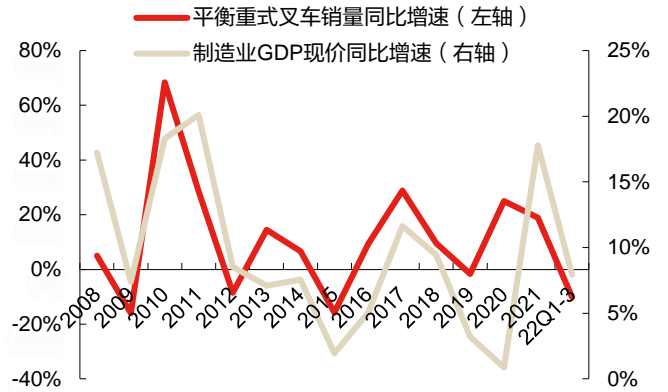
叉车销量短期内受到宏观经济景气度影响，平衡重式叉车销量与制造业 GDP 有较强相关性。叉车销量一定程度上受到宏观经济影响，短期来看，其增速与制造业“晴雨表”PMI 指数的增速较为一致，反映制造业下游景气度可有效带动叉车需求。平衡重式叉车广泛应用于各类制造业，是叉车中应用最广的品类。因此，平衡重式叉车销量与制造业景气度较为相关。根据我们的测算，制造业 GDP 与平衡重式叉车销量具有较强的相关关系，二者的增速变化趋势也较为一致。2020 年叉车销量增速显著高于制造业 GDP 增速，我们推测主要系疫情复工复产后，以龙头为首发起的降价竞争抢占市占率的行为，刺激了叉车需求，加速了劳动力替代，带动了一部分制造业投资前置所致。

图 22：叉车销量增速与 PMI 指数增速的关系



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：平衡重式叉车销量增速与制造业 GDP 增速的关系

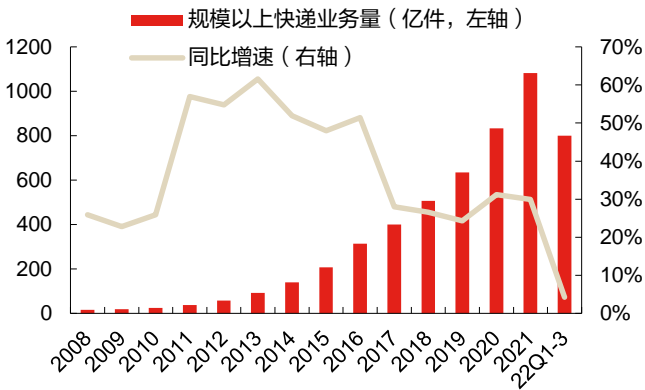


数据来源：Wind，东方证券研究所

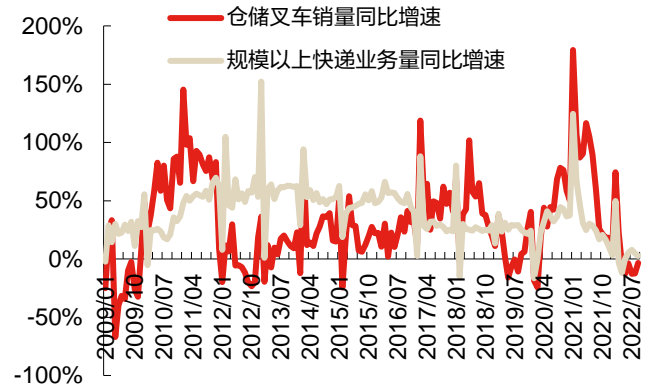
仓储叉车销量与物流业景气度相关，疫情后二者共振更强。在叉车中，仓储叉车（包含 II 类车和 III 类车）主要用于快递、仓储和短距离商品转运等物流环节。其销量增速与快递业务量增速相关。我国快递业伴随着电商业的发展，经历了 2011-2016 年的快速增长后，2017-2021 年依然维持 24% 以上的同比增速。2022 年受到局部地区疫情的影响，前三季度规模以上快递业务量同比增速仅为 4.2%；与之相符的是，前三季度仓储叉车销量同比微增 1.3%。我们预计，随着疫情影响缓解，快递物流业受到的影响会逐渐弱化，相应地，快递业务量和仓储叉车销量增速也会有所改善。我们发现，从 2020 年开始，仓储叉车销量增速与快递业务量增速的变化趋势逐渐趋于一致。我们推测主要的原因是，在疫情前时代，很多的仓储物流运输需求由板车来完成；在疫情影响下，人力资源的稀缺叠加人力成本的提高，使得仓储叉车替代板车的进程加快，快递业中仓储叉车的需求得到提升，二者变化逐渐趋同。

图 24：快递业务量及同比增速

图 25：仓储叉车销量增速与快递业务量增速的关系



数据来源：Wind，东方证券研究所



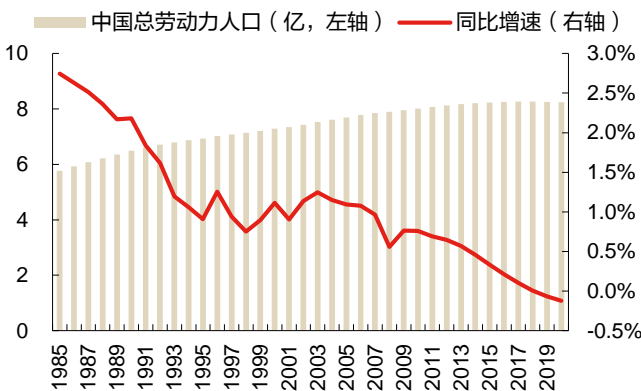
数据来源：Wind，东方证券研究所

需求短期承压，景气复苏可期。从 2021 年四季度以来，制造业景气度一直较为低迷。我们认为目前制造业需求处于筑底阶段，从企业中长期贷款等前瞻指标来看，行业景气度有望在今年上半年迎来向上拐点。2022 年受到全国多地疫情影响，物流业增速明显放缓，我们预计未来随着疫情防控政策的调整，物流业增速有望迎来复苏。我们认为，两个主要下游景气度的改善有望带动叉车需求的恢复。

2.3.2 我国劳动力日渐萎缩，“叉车替人”是长期驱动力

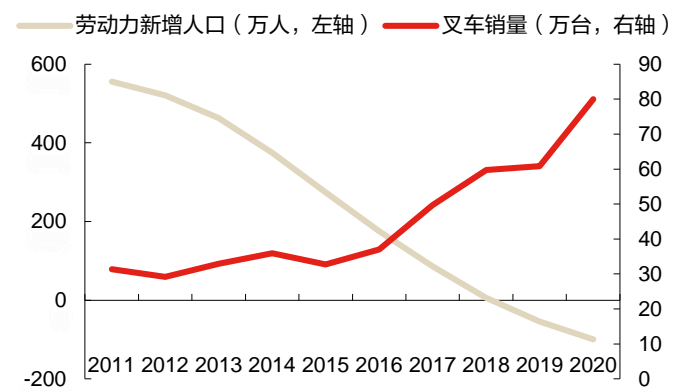
近十几年我国叉车销量与劳动力新增人口呈现“剪刀差”，“叉车换人”趋势明显。按照联合国定义，劳动力人口指 16-60 岁男性人口以及 16-55 岁女性人口（不包括学生）。根据国家统计局数据，过去 30 年我国劳动力人口总量呈现先增后降的形态，从 1992 年约 6.7 亿一路爬坡至 2018 年峰值 8.3 亿，随后进入缓慢下降阶段。增量方面，过去 10 年我国每年劳动力新增人口从 500 万以上逐年锐减，2019 年由正转负，2020 年减少近 100 万人，“人口红利”正在逐渐被消耗，劳动力人口“新鲜血液”明显不足。2011-2020 年，国产叉车销量从每年 30 万台左右迅速上升至 80 万台，年复合增速达 11%，“剪刀差”体现了明显的人工替代效应。随着未来我国社会结构老龄化的加剧，劳动力人口整体规模将进一步萎缩，人工替代成为叉车销量增长的核心驱动因素。

图 26：中国总劳动力人口及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 27：中国叉车销量与劳动力新增人口的反向变动关系

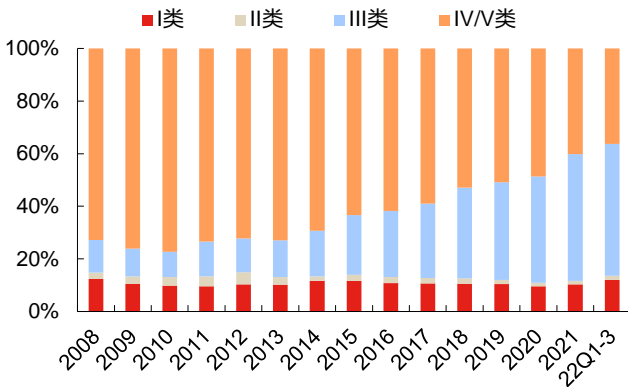


数据来源：Wind，东方证券研究所

2.4 电动化率提升，助力我国叉车行业高质量发展

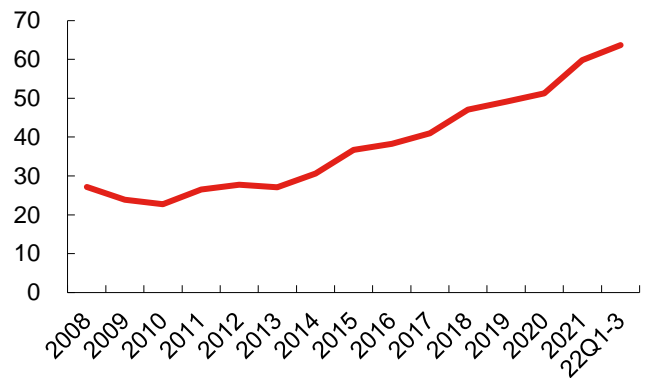
我国电动叉车渗透率逐渐提升，与发达地区相比仍有较大空间。我国电动叉车在总销量中的占比从 2008 年的 27.2% 提升至 2022 年前三季度的 63.7%，叉车电动化率逐年稳步提升，其中 III 类车对电动化率的提升贡献较大。而在欧美等发达地区的叉车销量结构中，电动叉车占比稳定在较高的水平。2016-2020 年，欧洲、美洲和大洋洲的叉车电动化率分别维持在 80%、60% 和 50% 以上。未来随着我国环保排放政策的不断趋严、工厂对工作环境要求的提升，平衡重叉车中电动占比预计将持续提升，同时电动步行式仓储叉车对板车的持续替代将大幅提升电动叉车销量，未来我国叉车电动化渗透率有望向欧洲靠拢。

图 28：中国叉车销量结构



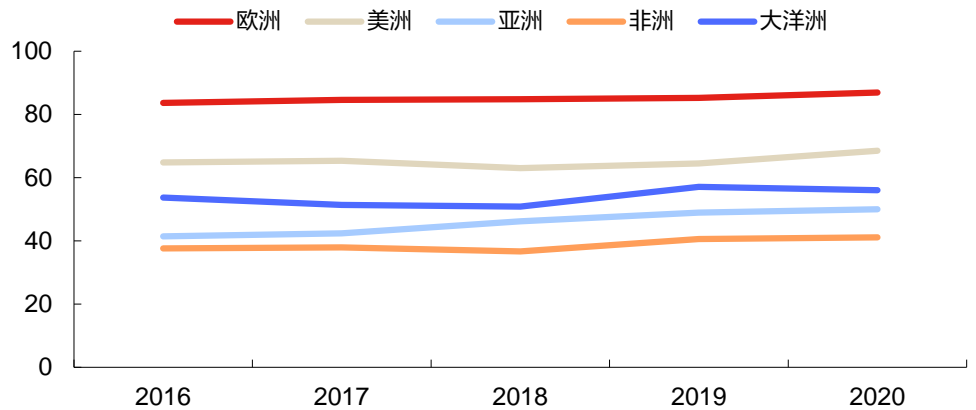
数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，东方证券研究所

图 29：中国电动叉车销量占比（%）



数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，东方证券研究所

图 30：全球各地区叉车电动化率（%）



数据来源：WITS，东方证券研究所

平衡重存量电动化替换，仓储叉车替代板车带来增量空间，是我国电动叉车渗透率提升的两大驱动力。我们认为我国叉车电动化率的快速提升主要有两大驱动因素：第一大因素是电动平衡重叉车对内燃平衡重叉车的存量替换，电动平衡重叉车在技术和成本上都更具优势，同时正在进行的国标切换也对平衡重叉车的电动化起到了推动作用；第二大因素是仓储叉车大幅替代轻小型搬运车辆（板车）可为叉车保有量带来增量空间，同时提升电动叉车占比。这两大因素中，前者因产品单价高，可以增厚企业营收；后者因数量庞大、增速快，可以增加企业的销量。二者相结合，共同助力我国叉车行业高质量发展。

2.4.1 平衡重存量电动化替换大势所趋，将有效扩大叉车市场规模

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

与内燃平衡重式叉车相比，电动平衡重式叉车在诸多方面均有比较优势。在双碳大背景下，工业车辆近年来呈现环保化、高效化、智能化的发展趋势，由于电动平衡重式叉车符合国家节能减排、调整能源消费结构的经济政策，平衡重式叉车电动化是大势所趋。从全生命周期使用成本看，电动叉车也具有经济性。根据我们的测算，以最常规的 3t 平衡重式叉车为例，电动叉车的购置成本虽然大幅高于内燃叉车，但在相同工作时长下，其使用成本仅为内燃叉车的三分之一，且无需维修保养。电动叉车的 2 年总成本与内燃叉车基本持平，随着使用周期的增长，电动叉车对成本的节约效应更显著；当使用时间为 5 年时，单台电动叉车能够节省约 10 万元的成本；而叉车的使用寿命一般为 8-10 年，在全生命周期视角下，电动叉车将为车主节约超过 20 万元的费用。此外，电动平衡重式叉车相比内燃平衡重式叉车还具有噪音小、人工操作复杂程度低等诸多优势。

表 3：3 吨电动叉车和 3 吨内燃叉车全生命周期使用成本对比

明细	单位	3t 电动叉车	3t 柴油叉车
购置成本	元	120000	60000
小时耗电量	度/小时	6	
小时耗油量（柴油）	升/小时		3
度电成本	元/度	1.1	
柴油单价	元/升		7.3
每小时成本	元/小时	6.6	21.9
每天工作时间	小时/天	8	8
每年工作天数	天/年	250	250
使用成本费用	元/年	13200	43800
维修保养费用	元/年	0	1520
1 年总成本	元	133200	105320
2 年总成本	元	146400	150640
5 年总成本	元	186000	286600

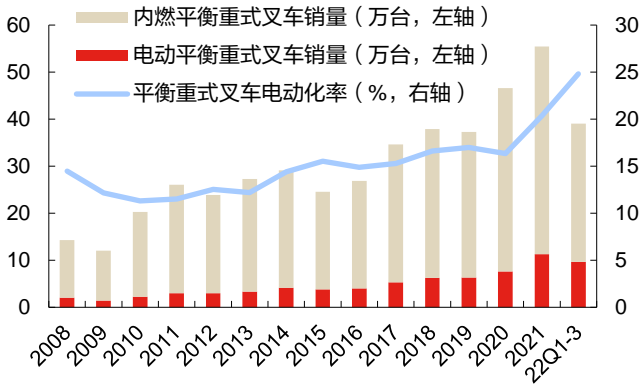
数据来源：硕星工业，东方证券研究所

非道路移动机械国四标准自 12 月 1 日起生效，助推电动叉车替代内燃叉车。非道路移动机械“国四”标准已于 2022 年 12 月 1 日正式实施，叉车行业相关企业已提前进行国四布局，进行产业升级以完成新排放标准的落地。国标切换后，相同配置的内燃叉车售价和使用成本均有所上升，可能会影响终端用户的购买意愿，从而使用户转而购买电动叉车而非新的国四内燃叉车。未来随着电池技术的进一步成熟，电动叉车在使用成本上还有下行空间，同时随着电动叉车性能的逐步提升，其运行可靠性也将进一步赶超内燃叉车，我们预计存量内燃平衡重式叉车会逐步被电动平衡重式叉车所替换。

过去十年我国电动平衡重式叉车占比持续提升，距发达国家仍有较大成长空间。从我国平衡重式叉车销量上看，2021 年全年平衡重式叉车销量为 55.5 万台，其中内燃平衡重式叉车的销量为 44.2 万台，电动平衡重式叉车的销量为 11.3 万台。电动平衡重式叉车占比已经从 2012 年 12.5% 提升至 2021 年的 20.4%，2022 年前三季度电动平衡重式叉车占比进一步提升，达 24.8%。纵观国际市场，近年来欧洲、美洲、澳洲等地区平衡重式叉车销量中电动叉车占比呈提升趋势，与欧

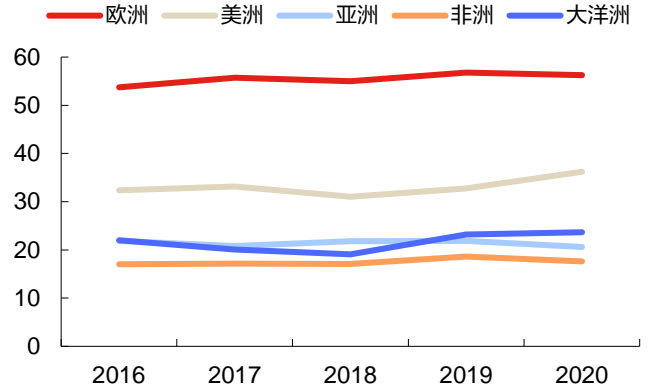
洲、美洲相比，亚洲平衡重式叉车电动化率仍偏低，2020年欧洲和美洲平衡重式叉车电动率占比分别为56.3%/36.2%，而亚洲仅为20.6%，未来电动平衡重式叉车渗透率仍有较大提升空间。

图 31：我国平衡重式叉车销量及电动化率



数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，东方证券研究所

图 32：全球各地区平衡重式叉车电动化率 (%)



数据来源：WITS，东方证券研究所

预计 2025 年我国电动平衡重式叉车市场规模将达 279.9 亿元，较 2021 年实现翻倍增长。2021 年全年电动平衡重式叉车的销量为 11.3 万台，按照均价 12 万元/台计算，2021 年电动平衡重式叉车市场规模约为 135.6 亿元。我们认为 2022-2025 年平衡重式叉车销量年增速为 7%，2025 年平衡重式叉车电动化率在 35% 的假设较为中性；同时，我们认为，随着电动叉车的技术进步，2025 年电动平衡重式叉车的产品均价较目前会有所降低，我们假设为 11 万元；在以上假设前提下，我们预计 2025 年电动平衡重式叉车的市场空间将达到 279.9 亿元，为 2021 年的 2.1 倍。

表 4：2025 年我国电动平衡重式叉车市场规模敏感性分析

		平衡重式叉车电动化率						
		25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%
平衡重式叉车销量年均增速	3%	171.7	206.0	240.3	274.6	309.0	343.3	377.6
	5%	185.4	222.5	259.5	296.6	333.7	370.8	407.8
	7%	199.9	239.9	279.9	319.9	359.8	399.8	439.8
	9%	215.3	258.3	301.4	344.5	387.5	430.6	473.6
	11%	231.5	277.8	324.1	370.4	416.7	463.0	509.4

数据来源：东方证券研究所测算

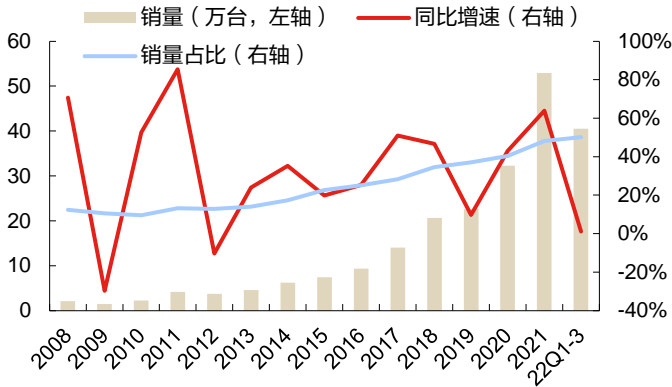
2.4.2 仓储叉车替代板车，带来叉车销量增量空间

我国电动步行式仓储叉车销量快速提升，已成为影响我国叉车销量增速的重要力量。根据中国工程机械协会数据，我国电动步行式仓储叉车销量从 2008 年的 2.1 万台增长至 2021 年的 52.9 万台，CAGR 达 28.3%。电动步行式仓储叉车在我国叉车销量中的占比由 2008 年的 12.4% 快速提升至 2021 年的 48.1%，2022 年前三季度我国叉车销量中 III 类车占比已达到 50.1%，首次超过 50%。2016-2020 年，我国电动步行式仓储叉车销量占比依次超过大洋洲和美洲，直追欧洲。电动步行式仓储叉车无疑已成为影响我国叉车销量增速的重要力量。

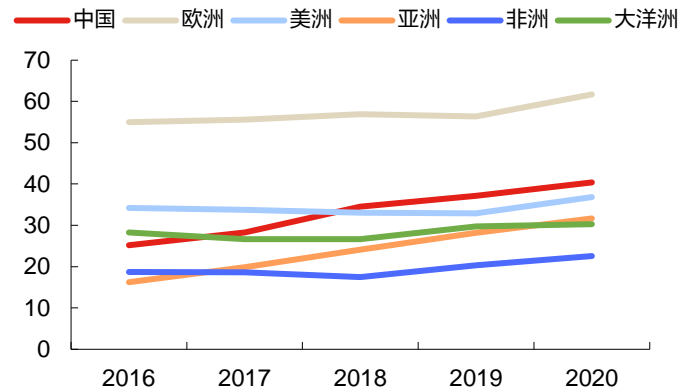
图 33：我国电动步行式仓储叉车销量及同比增速

图 34：中国及全球各地区电动步行式仓储叉车销量占比 (%)

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，东方证券研究所

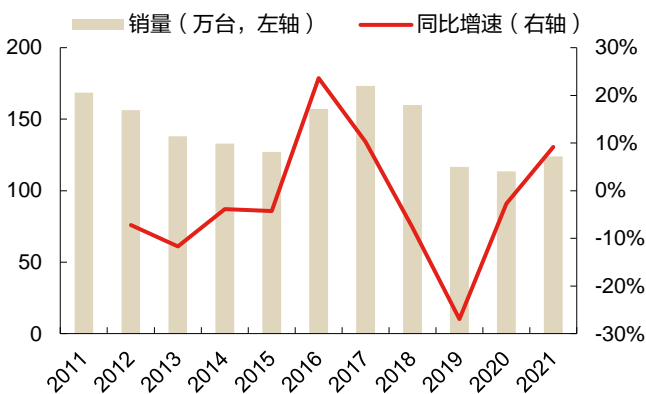


数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，东方证券研究所

电动步行式仓储叉车本质上是电动化板车，替代传统人力板车是大势所趋。“板车”主要用于制造业和物流周转领域中的各类货物转运，与电动步行式仓储叉车的使用场景基本重合。电动步行式仓储叉车本质上是电动化板车，虽然其售价与普通板车差异巨大，但具有显著的综合使用成本优势。与板车相比，使用电动步行式仓储叉车可提升搬运员工综合作业效率，减少搬运工数量的同时大幅降低搬运工的劳动强度。随着我国人口红利逐渐消退，各地招工难现象频发，企业有充足的动力选择更加高效且节约的方式替代纯人工作业。

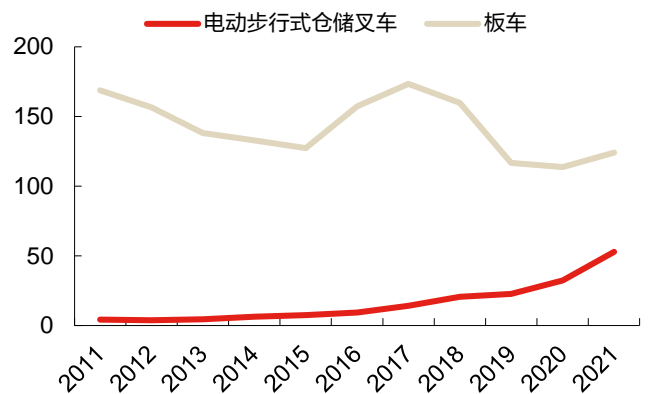
电动步行式仓储叉车替代板车正在得到印证，未来市场规模提升空间广阔。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会的统计，近10年我国轻小型搬运车辆（板车）年销量均超过100万台。若不考虑2016-2018年的销量增长，整体来看，过去10年我国板车销量呈现下滑趋势，年均降幅为3%。与之相对应的是，我国电动步行式仓储叉车销量在过去10年内持续上行，电动步行式仓储叉车替代板车正在得到印证。按照板车5-8年的更新周期估算，我国板车保有量约在900-1000万台。假设对传统板车的替代率为30%，未来5-8年我国电动步行式仓储叉车因替代板车而产生的年均增量需求将超过40万台；假设届时电动步行式仓储叉车均价低于当前均价，为1.2万元/台，未来5-8年我国电动步行式仓储叉车每年因替代板车而产生的增量市场空间将超过50亿元。

图 35: 我国轻小型搬运车辆销量及同比增速



数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，东方证券研究所

图 36: 我国电动步行式仓储叉车与板车销量对比 (万台)

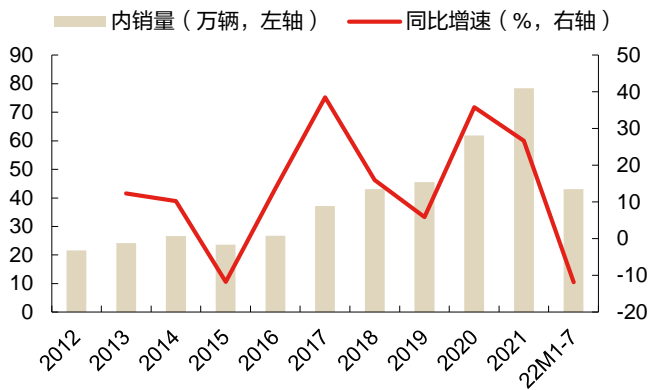


数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，东方证券研究所

2.5 叉车出口韧性强，海外市场前景广阔

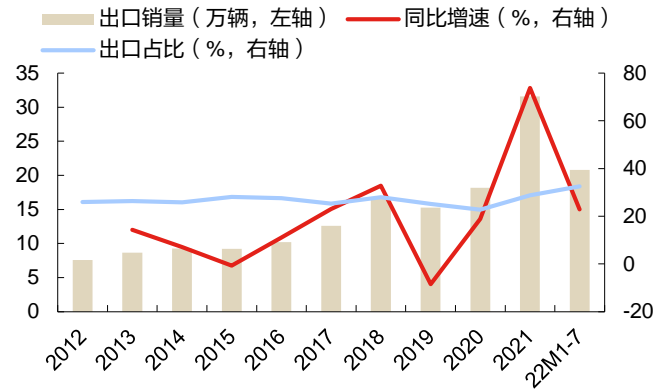
叉车出口韧性较强，近两年销量占比提升。2020 年我国叉车内销快速增长，2021 年以来增速明显放缓，同年 9 月转负；2022 年 1-7 月，在下游制造业需求低迷的影响下，叉车内销量同比降低 11.8%。2015 年起我国叉车出口销量增速持续提高，2019 年受贸易摩擦影响，行业出口增速下滑。2020 年疫情导致海外产能受限，受益于国内制造业产业链较快恢复，叉车出口销售增速回升。2021 年出口销量实现快速增长后，2022 年在复杂的国际形势以及 2021 年的高基数下，前 7 个月依然实现了 22.9% 的同比增速，展现出了较强的韧性。2020 年叉车出口销量占比为 22.7%，2022 年 1-7 月出口占比已提升至 32.6%，出口已成为我国叉车市场的重要支撑。我们预计 2022 年全年叉车将呈现内销走弱，出口稳步增长的态势，全年出口量在总销量中占比有望超过 30%。

图 37：我国叉车内销量及同比增速



数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，东方证券研究所

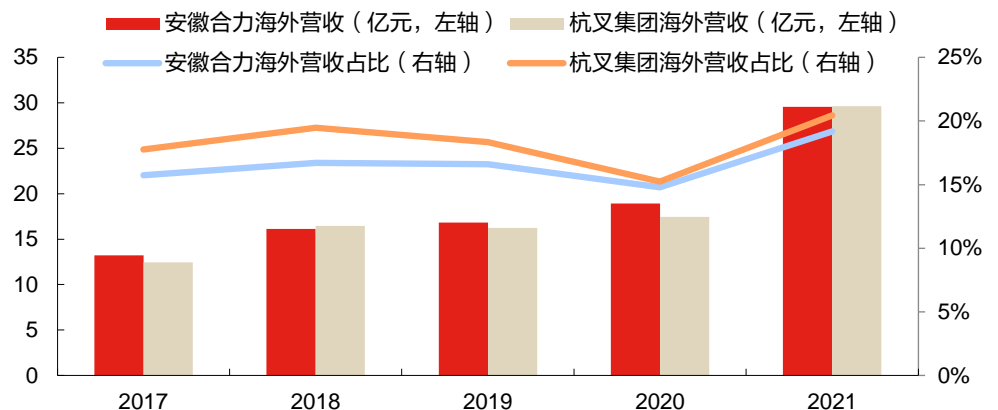
图 38：我国叉车出口销量及同比增速



数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，东方证券研究所

在海外场景气和国内叉车企业积极推进国际化战略的背景下，2021 年本土叉车公司海外营收占比大幅提升。得益于疫情后中国稳定的供应链、海外市场景气以及本土企业持续提升的全球竞争力，安徽合力和杭叉集团两大国内叉车龙头企业海外营收占比在 2021 年有大幅提升，分别达到 19.2% 和 20.5%。根据杭叉集团公布的财报，2022H1 公司海外业务营收为 20.49 亿元，已达 2021 年全年的 69%；海外营收占比也提升到了 27.3%，为历史最高值。

图 39：国内叉车龙头企业海外业务营收及占比

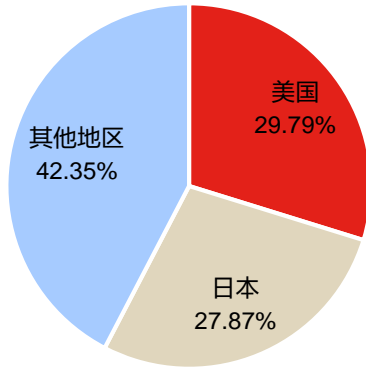


数据来源：Wind，东方证券研究所

对标国际巨头丰田和凯傲，国内叉车企业的全球化进程有望持续深化。与国际巨头相比，国内企业的本土收入占比仍处于较高水平，海外市场提升空间较大。国际叉车巨头丰田工业和凯傲集团

的收入分布较为分散。2022 财年，丰田工业超过 70% 的收入来自海外；2021 年，凯傲集团营收中超过 45% 来自西欧以外地区。我国叉车龙头海外收入占比虽然有所提升，但国内收入依然占据主要部分，与国际巨头相比还有较大提升空间。国内叉车龙头企业随着全球竞争力的持续提升，有望不断提升全球市场份额，海外市场前景广阔。

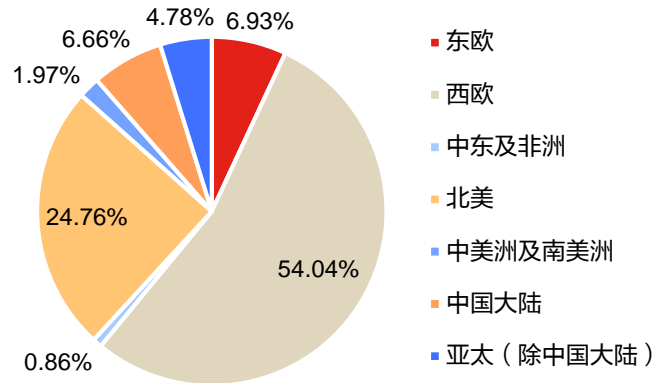
图 40：丰田工业 FY2022 营收分拆



数据来源：Wind，东方证券研究所

注：FY2022 为 2021 年 4 月 1 日至 2022 年 3 月 31 日

图 41：凯傲集团 2021 年营收分拆



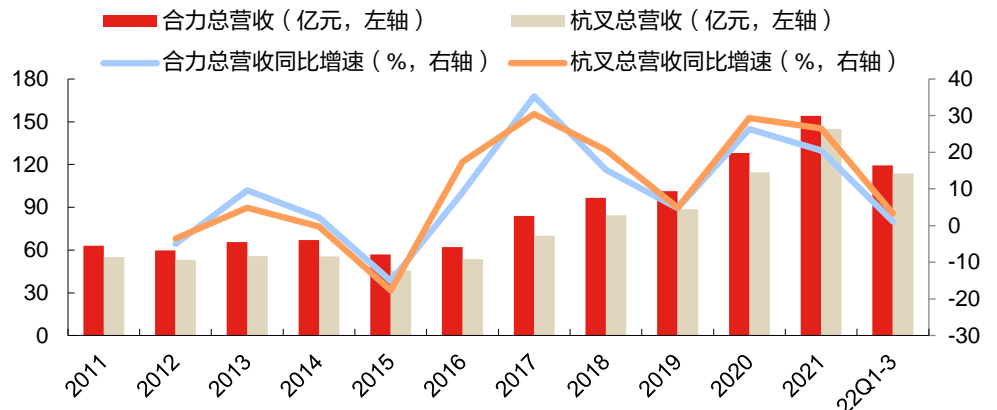
数据来源：Wind，东方证券研究所

3. 完善全产业链布局，电动化、智能化和全球化支撑公司长足发展

3.1 无可争议的行业龙头，经营质量良好

营业收入保持行业第一，2022 年前三季度净利润快速增长。2011-2021 年，合力总营业收入从 62.91 亿元增加至 154.17 亿元，CAGR 为 9.38%；合力归母净利润从 3.86 亿元增加至 6.34 亿元，CAGR 为 5.09%。合力营收始终高于杭叉集团（以下简称“杭叉”），行业龙头地位稳固。2022 年前三季度，合力归母净利润增速大幅提升，原因主要有以下三个方面。一方面，公司积极进行产品结构调整，在 III 类车增速较慢的情况下积极推进平衡重叉车的电动化，I 类车销量增长较快，此为内因。另一方面，从 2022 年上半年开始，原材料价格开始从高位回落，成本端的改善正在逐步体现在报表端；同时，汇率因素利好公司出口，也对公司盈利能力有提升，此为外因。

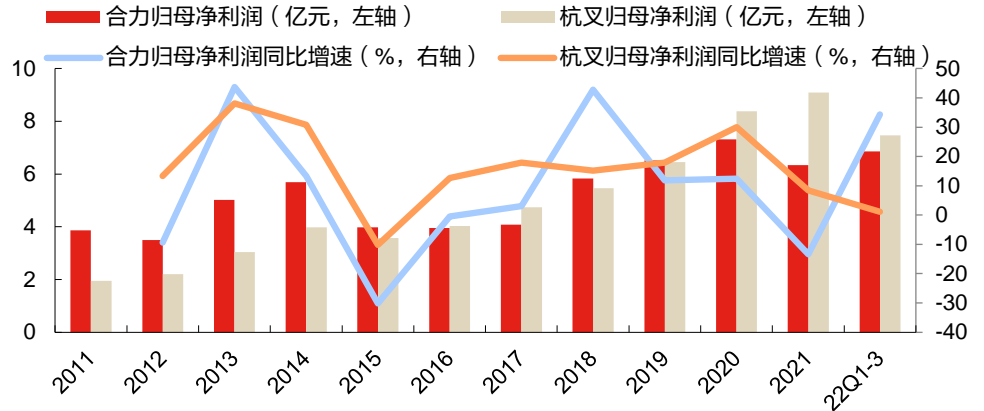
图 42：合力和杭叉的营收及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

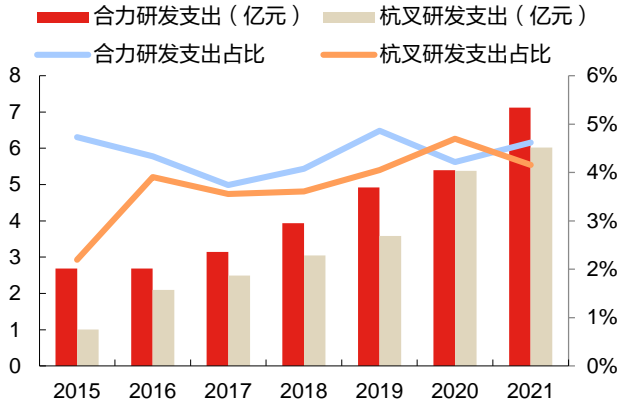
图 43: 合力和杭叉的归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 东方证券研究所

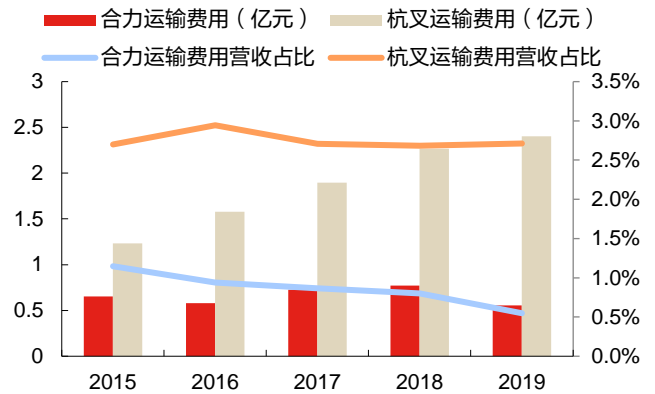
重视研发投入，运输成本较低。2015-2021 年，合力研发支出逐渐增加，研发支出占比始终保持在 3.7-4.9% 之间；除 2020 年以外，研发支出占比均高于杭叉同期水平。合力在全国拥有 5 大生产基地，以合肥总部为中心，东部、南部、西部、北部分别在宁波、衡阳、宝鸡、盘锦设有生产基地，产品可快速辐射全国，在运输费用方面有较大优势。2015-2019 年，合力的运输费用占营收的比重从 1.15% 逐渐降低至 0.55%，始终比杭叉低 1.5pct 以上。

图 44: 合力和杭叉的研发支出及营收占比



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 45: 合力和杭叉的运输费用及营收占比

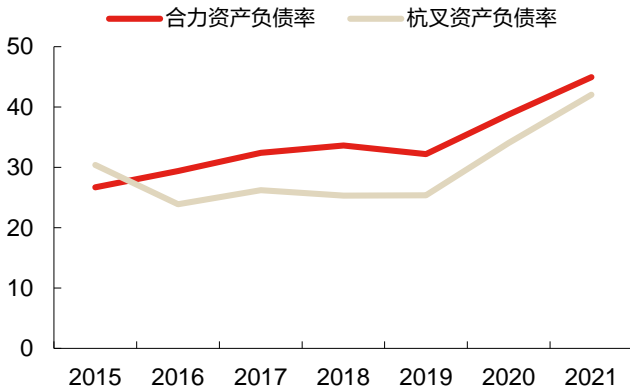


数据来源: Wind, 东方证券研究所

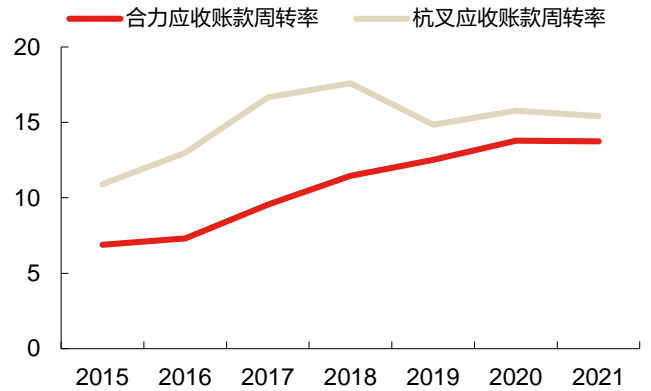
抗风险能力较强，回款速度逐渐加快。2016 年以来，合力的资产负债率高于杭叉。但总体来看，两家龙头公司的负债率水平均较低，抗风险能力较强。杭叉在回款速度方面整体优于合力。2015-2020 年，合力的应收账款周转率逐年提高，2021 年保持在 2020 年的较高水平。作为行业龙头公司，合力体现出了较为优秀的偿债能力和营运能力。

图 46: 合力和杭叉的资产负债率 (%)

图 47: 合力和杭叉的应收账款周转率 (次)



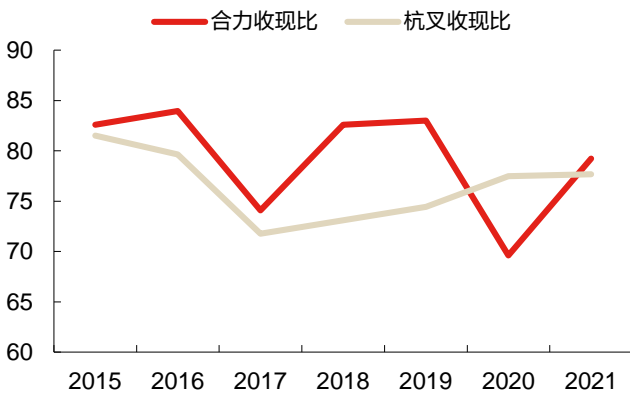
数据来源：Wind，东方证券研究所



数据来源：Wind，东方证券研究所

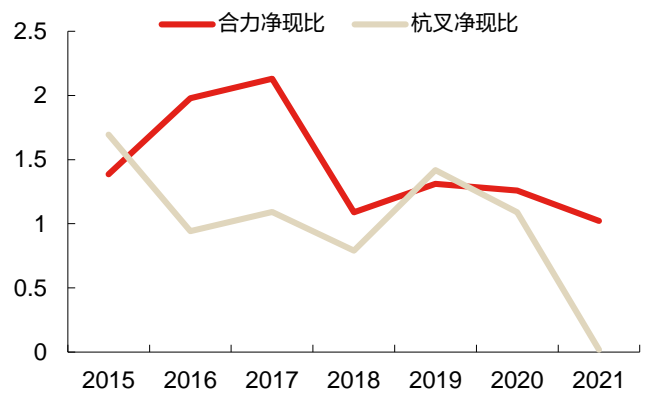
收现情况整体优于杭叉，净利润兑现情况良好。除 2020 年外，2015-2021 年合力收现比均保持在 74%以上；整体来看，杭叉收现比与合力存在一定差距，说明合力的收入质量较高。除个别年份以外，合力净现比均高于杭叉。此外，2012-2021 年，合力净现比已连续 10 年维持在 1 以上，显示公司经营质量良好。

图 48：合力和杭叉的收现比 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 49：合力和杭叉的净现比



数据来源：Wind，东方证券研究所

注：净现比=经营性现金流量净额/归母净利润

3.2 积极投资扩产，完善全产业链布局

积极进行投资扩产，提高新能源叉车生产及配套能力。2018 年 12 月和 2019 年 8 月，公司公告建设“新能源电动叉车及智能化提升项目”和“新能源车辆及关键零部件建设项目”，达产后预计分别新增 5000 台电动工业车辆产能和 4 万台电动仓储车辆及叉车关键零部件产能，进一步提升公司电动及新能源车辆生产及配套能力。

提高核心零部件自制能力，升级完善全产业链布局。2018 年公司与德国采埃孚合资设立“采埃孚合力传动技术（合肥）有限公司”，其中合力持股 49%。德国采埃孚集团是当今世界上最重要的传动系统产品专业制造厂家之一，全球 500 强。合资公司主营驱动桥和变动箱产品研发销售，将有利于公司叉车品质的提高及配件采购成本的减低。2020 年 10 月，公司投资设立合力铸造有限公司，拟建设一个具备完整生产功能的专业铸造工厂，达产后可形成各类铸件约 20 万吨，公司整机产品核心铸件的生产配套能力提升。合力铸造公司的设立将满足公司在“十四五”期间工业车辆整机配重铸件、箱/壳体类铸件等核心铸件的生产配套能力，掌握关键零部件的核心制造能力和

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

质量，同时满足公司之外其他客户对高品质铸件的需求，为公司实现未来中长期战略规划目标奠定良好的基础。

表 5: 合力 2018 年以来的投资扩产项目

时间	事件	产能扩张计划
2018 年 2 月	公司与德国采埃孚合资设立“采埃孚合力传动技术（合肥）有限公司”，主要业务范围为物料搬运设备领域的驱动桥和变速箱产品的开发和销售。	预计达产后桥箱产量达 11.3 万台套。
2018 年 12 月	公司在陕西宝鸡投资 6000 万元，建设“新能源电动叉车及智能化提升项目”。	达产后公司将新增 5000 台电动工业车辆产能。
2019 年 8 月	公司投资建设“新能源车辆及关键零部件建设项目”。	达产后公司可形成年产 4 万台电动仓储车辆及叉车关键零部件的生产能力。
2020 年 10 月	公司决定投资设立合力铸造有限公司，主要经营范围为铸锻件、叉车、矿山机械及配件制造、加工、销售，热处理加工等。	合力铸造公司及拟投资合力高端铸件及深加工研发制造基地项目总用地面积约 370 亩，拟建设一个具备完整生产功能的专业铸造工厂，达产后能够形成各类铸件约 20 万吨。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司拟发行不超过 21 亿可转债，保障“十四五”规划总体目标。2022 年 9 月，公司发布公告，计划发行可转换公司债券拟募集资金不超过 20.5 亿元，用于投资建设新能源车辆建设项目、智能工厂二期项目、南方智造基地项目、高端铸件基地项目以及新液力基地项目，为公司实现“十四五”规划总体目标，即到 2025 年形成超过 50 万台整机生产和配套能力，提供有力保障。

表 6: 合力可转债募集资金使用计划

项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)	建设期 (年)	达产期 (年)	项目目标
新能源车辆建设项目	30,120.00	18,567.22	3	2	新增年产 4 万台电动托盘车和堆垛车、14.5 万件关键零部件（包括 2-3.5 吨整体式制动鼓轮毂、1-3.5 吨差速器壳体和 1-3.5 吨驱动桥壳）
智能工厂二期项目	36,029.00	20,776.67	2.5	2	进一步提升公司整体智能制造水平，并可实现年新增 1 万台叉车及 3 万台桥箱总成生产能力
南方智造基地项目	66,510.00	48,000.00	3	3	使公司南方智造基地的年产能提高至 6 万台（新能源电动叉车、高端内燃叉车及防爆叉车），并全面提升公司南方基地的智能制造水平
高端铸件基地项目	100,066.00	65,000.00	分三期建设，预计建设		形成年产 20 万吨叉车配重、箱桥壳体、

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

			期及达产期共为 6 年	工业车辆配件等铸件生产能力
新液力基地项目	109,830.00	52,406.61	分两期建设，预计建设期及达产期共为 6 年	形成 200 万根油缸和 20 万台液力变矩器的生产能力

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.3 立足既有优势，拓展电动化、智能化和后市场业务

3.3.1 加速推动电动化进程，持续深化新能源布局

公司在内燃平衡重领域积淀深厚，在此基础上推广电动平衡重优势明显。合力在内燃平衡重式叉车领域的研发积累、生产工艺和销售渠道均具备行业领先优势，且在传统优势领域不断发力。近两年，公司推出多款起升能力 3-5 吨的平衡重式叉车，如 K2 系列、G3 系列内燃平衡重式，上市便受到终端用户高度认可。随着叉车起升吨位的增加，工业车辆基础技术、关键零部件、产品试制试验等领域的研究难度将加大，行业领军者因具备更加完整的产品研发体系和技术沉淀而优势突出。公司在内燃平衡重式叉车的技术积淀和用户口碑将成为企业竞争力的稳固的护城河。在此基础上，合力推广电动平衡重式叉车具有得天独厚的优势。在产品技术方面，平衡重式叉车是公司的传统优势产品，公司在内燃平衡重式叉车方面技术积累深厚，在电动平衡重式叉车的开发中，通过与电池供应商合作，公司能够将内燃平衡重的技术经验快速迁移到电动平衡重式叉车领域。在客户和渠道方面，电动和内燃平衡重式叉车具备共同的客户群体，公司可借助传统内燃平衡重式叉车的销售渠道推广电动平衡重式叉车，客户优势和渠道优势突出。

图 50：合力内燃平衡重式叉车



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 51：合力电动平衡重式叉车



数据来源：公司官网，东方证券研究所

布局锂电池生产，收购电动仓储叉车龙头，加速推动电动化进程。2019 年 9 月，合力以 2300 万元参股杭州鹏成新能源科技有限公司 23% 的股权，杭州鹏成主要研发、生产非道路车辆的动力电池系统，由宁德时代提供技术支持，主要客户为国内外知名龙头企业。公司增资入股杭州鹏成将助力公司产品结构调整，加速叉车电动化进程。2018 年 12 月，合力收购宁波力达物流设备有限公司（简称“宁波力达”）66% 的股份，成为其控股股东。2020 年 10 月，合力通过收购获得浙江加力仓储设备股份有限公司（简称“加力股份”）62.64% 的表决权，成为其控股股东，并于次年 1 月全额认购加力股份定向发行股票，将表决权扩大到 70.42%。经过对宁波力达和加力股份的收购，合力逐步完成其在电动仓储叉车领域的布局。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

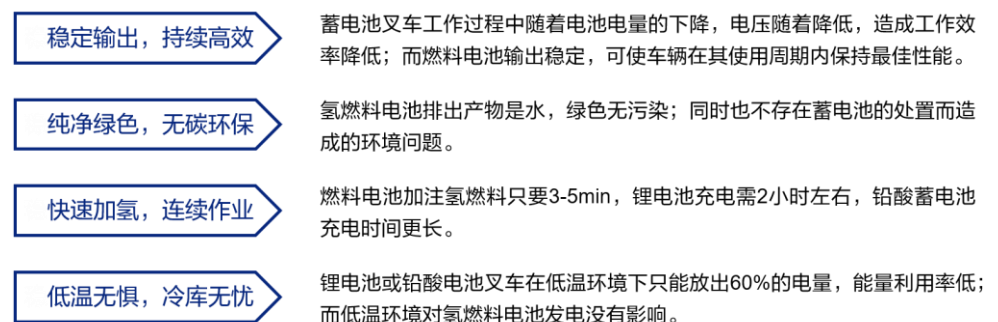
表 7：合力的电动化布局

时间	事件	对合力的影响
2011年9月	安徽叉车集团通过增资入股的形式，获得宁波力达 56% 的股权，成为其控股股东。	宁波力达是电动仓储叉车领域的龙头企业，专注于电动托盘搬运车和托盘堆垛车系列产品研发及制造；公司成立于 2007 年，深耕仓储叉车领域十余年。被合力收购之前，宁波力达 2016 年、2017 年及 2018 前三季度分别实现营收 2.5、3.5 和 3.3 亿元，净利率分别为 9.34%、11.35% 和 11.02%，盈利能力突出。收购宁波力达为合力注入了开拓新兴增量市场的强劲动力，是合力把握仓储叉车电动化趋势的关键一步。
2018年12月	合力受让安徽叉车集团持有的宁波力达 56% 的股权以及其他两名股东 10% 的股权，成为宁波力达的控股股东。	
2019年9月	合力出资 2300 万元持有杭州鹏成新能源科技有限公司 23% 的股权，成为该公司继鹏成新能源、杭叉集团、宁德时代之后的第四家股东。	杭州鹏成主要研发、生产非道路车辆的动力电池系统，由宁德时代提供技术支持，主要客户为国内外知名龙头企业。合力参股杭州鹏成股权，有利于强化公司电动叉车的生产能力，推动行业电动产品锂电化发展进程。
2020年10月	合力受让加力股份 17.5% 的股权，同时获得另外 44.96% 的表决权委托，总共拥有加力股份 62.64% 的表决权，成为其控股股东。	加力股份专注于电动仓储叉车产品的研发与生产，成立于 2011 年 6 月。合力收购加力股份的同时获得了其 87 项技术专利，有力加深了公司在电动仓储叉车方向的技术储备。加力股份 2018-2020 年营收分别为 1.6 亿、2.7 亿和 3.8 亿元；收购完成后第一年即 2021 年，营收增长至 6.2 亿元，同比增幅高达 62.4%，明显高于其被合力收购前营收增速。这表明，在合力体系的协同下加力股份得到了快速发展，同时加力股份的加入也使合力在仓储叉车领域的综合实力得到有效增强。
2021年1月	合力全额认购加力股份定向发行股票。股份认购完成后，合力持有加力股份股权比例增至 35%，并拥有其 70.42% 的表决权。	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

持续深化新能源布局，前瞻性布局氢燃料电池叉车。氢能产业在我国的发展虽然初步具备实现产业化的条件，但仍然存在加氢成本高、加氢难、技术成熟度不够等一系列问题。所以合力前期对于氢能叉车推广应用主要围绕各地政府氢能应用示范项目开展，联合氢能产业链“上游制氢-中游储运-下游应用”打造一体化氢燃料电池叉车发展模式，2021 年，华南首个氢能叉车应用示范项目落户在广州佛山。目前合力已完成了 2-10 吨氢燃料电池叉车研发工作；氢燃料整车及技术路线已申报相关专利 23 项，其中发明专利 8 项，外观 5 项，实用新型 10 项；氢能叉车实际采购订单达到 65 台，战略采购意向订单 200 台。未来随着产业政策支持的力度加大以及技术成熟度进一步提高，氢燃料电池叉车具有较好的发展前景。

图 52：氢燃料电池叉车的优势



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

数据来源：公司官网，东方证券研究所

3.3.2 积极布局智能化、网联化，确立行业领先地位

实施智能制造、智能产品、智能服务和工业互联网“三智一网”发展新模式，促进先进制造业与现代服务业融合发展。在智能制造方面，合力通过建立 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，进一步提高劳动生产率，提升产品品质。在智能产品方面，合力相继推出国内首台 5G+AGV、首台国产系统堆垛式 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。在智能服务与工业互联网方面，合力通过营销服务网络和合力飞科思（FICS）工业互联网平台的有机结合，为用户提供叉车监控调度、设备管理、服务延伸、售后维保、配件销售等融合应用，覆盖产品全生命周期，打通叉车后市场服务全产业链条，引领工业车辆产品智能化与网联化发展。2021 年，合力“FICS 工业互联网平台叉车行业典型应用”成功入选国家工信部试点示范项目。

图 53：合力“三智一网”发展模式



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 54：合力 AGV 系列产品



数据来源：公司年报，东方证券研究所

积极布局智能服务与工业互联网。合力通过自主研发的智能车队管理系统实现叉车网联化管理，为用户提供覆盖产品全生命周期的后市场服务体验。合力智能车队管理系统是运用云计算与物联网技术的智能信息化系统，能够帮助用户实现高效、经济、安全的车队管理解决方案，通过资产管理、车辆安全、实时状态、维保管理、驾驶管理、电池管理、APP 管理、智能报表等八大模块，帮助用户轻松管理叉车运作提高整体工作效率。

图 55：合力智能车队管理系统



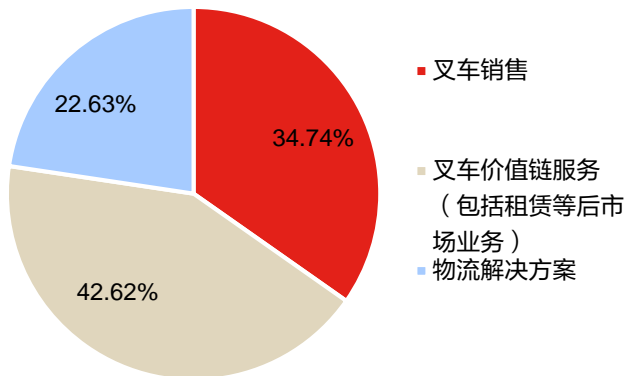
数据来源：公司年报，东方证券研究所

3.3.3 后市场业务发展伊始，前景广阔

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

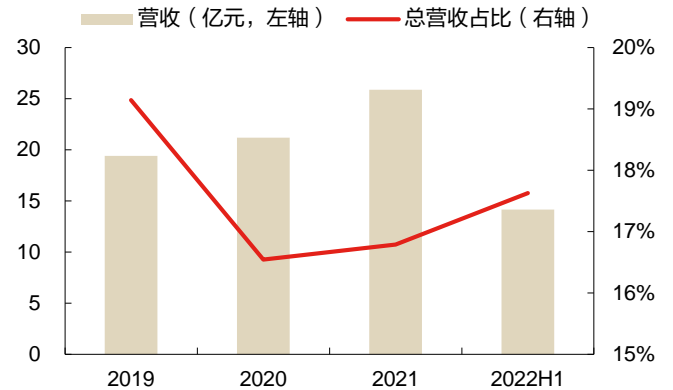
国际叉车龙头后市场业务体量大、占比高，合力后市场业务还有较大提升空间。国际叉车龙头丰田以其完善的后市场业务著称，根据其 FY2022 年报，2022 财年丰田物料搬运业务中整车收入占比不到 35%，租赁、售后支持等后市场业务营收约 398 亿元人民币，在物料搬运业务营收中占比超过 42%。而合力的业务结构与丰田存在一定差异。近三年，合力后市场业务体量持续增长，营收占比维持在 16-20%。合力与丰田在后市场业务规模上的差距远大于整车销售规模上的差距，对标国际巨头丰田，合力业的后市场业务还有较大提升空间。

图 56：丰田 FY2022 物料搬运业务结构



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 57：合力后市场业务营收及占比



数据来源：合力转债募集说明书，东方证券研究所

随着消费者习惯的改变，维修和零部件配套更换市场将迎来繁荣。国内消费者和西方消费者消费习惯不同。西方消费者习惯于长时间使用叉车，直到报废为止；国内消费者习惯使用相对便宜的产品，在叉车发生较大故障时，更换新叉车。随着国内叉车不断迭代，整体质量不断提升，“以换代修”的现象将逐步减少，叠加叉车保有量的增长，维修和零部件配套更换市场将迎来繁荣。

叉车租赁发展未来可期。对于租赁公司来讲，叉车租赁业务固定成本投资回收期短。对于企业来讲，叉车租赁能够使企业有效规避叉车换型、维修信息不对称等风险，在灵活性上也颇具优势。随着参与租赁业务的叉车公司不断增加，租赁市场不断成熟，与二手叉车销售市场不断融合，叉车租赁发展未来可期，叉车行业生态圈将愈发健康。

强强联手成立合资公司，打造租赁业务。在租赁业务方面，合力已有布局，2016 年合力与永恒力合资成立工业车辆租赁公司、再制造公司、配件公司，并于 2018 年向永恒力合力工业车辆租赁有限公司增资。德国永恒力集团成立于 1953 年，是全球知名的工业车辆、仓储技术以及物流系统解决方案供应商。强强联手充分发挥双方强大的品牌影响力、可靠的产品性能和健全的服务网络，全方位打造租赁业务，为客户提供个性化运搬解决方案。2018 年后合力后市场业务营收持续增长，这展示了永恒力对合力后市场业务的帮助。

3.4 全球化布局加速，出口成绩亮眼

着眼国际市场，加速布局海外中心布局。在国际市场方面，合力持续优化业务布局和产品出口结构；近三年努力克服海外疫情和海运资源紧张等不利因素影响，持续推进全球化进程。2021 年 11 月，合力决定投资设立合力中东公司；2022 年 12 月，合力决定投资设立合力欧亚公司，进一步完善公司海外中心布局。至此，合力已在海外搭建起庞大的代理商网络并建立了欧洲、北美、东南亚、中东和欧亚等五个海外中心。同时，合力围绕新发展理念，结合各国、各区域法律法规、

排放政策和客户配置需求等，不断推出符合欧美澳韩等安全标准的各类产品。业务和产品布局的双重努力，将助推公司海外市场渗透率的提升。

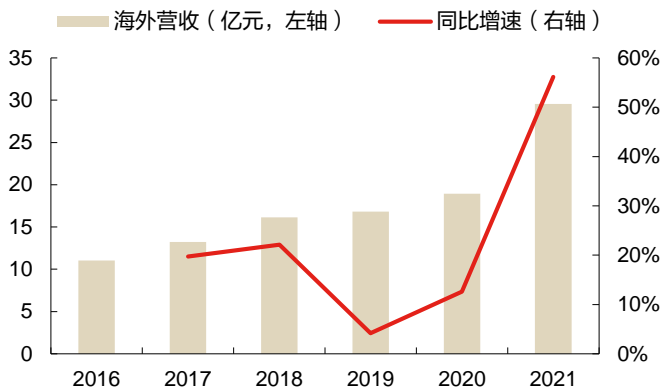
表 8：合力的全球化进程

时间	全球化举措
2014 年 8 月	合力决定与控股子公司安徽合力工业车辆进出口有限公司在法国北部加莱市共同出资设立合资子公司，作为公司在欧洲的中心机构，主要开展叉车配件与维修、欧洲销售渠道管理、市场调研分析、市场管理与推广等经营活动。合力欧洲中心首期共出资 50 万欧元，2016 年 8 月合力决定向欧洲中心增资 100 万欧元。
2018 年 2 月	合力拟联合控股子公司安徽合力工业车辆进出口有限公司、安徽叉车集团控股子公司安徽合泰融资租赁有限公司共同投资设立合力东南亚（泰国）中心，其主要业务包括技术服务、配件与整机批发销售以及与国际贸易相关的服务等。该中心注册资本不超过 1 亿泰铢。
2019 年 10 月	合力决定与控股子公司安徽合力工业车辆进出口有限公司以现金方式共同出资 600 万美元，投资设立合力北美（美国）中心。该中心拟选址于美国亚特兰大市，其主要经营范围为物料运搬设备的制造与组装、品牌宣传、代理商开发与培训以及与国际贸易相关的服务等。
2021 年 11 月	合力决定与控股子公司安徽合力工业车辆进出口有限公司共同投资设立合力中东公司，总投资金额 500 万美元。
2022 年 12 月	合力决定与控股子公司安徽合力工业车辆进出口有限公司共同投资设立合力欧亚公司，总投资金额 3600 万人民币。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

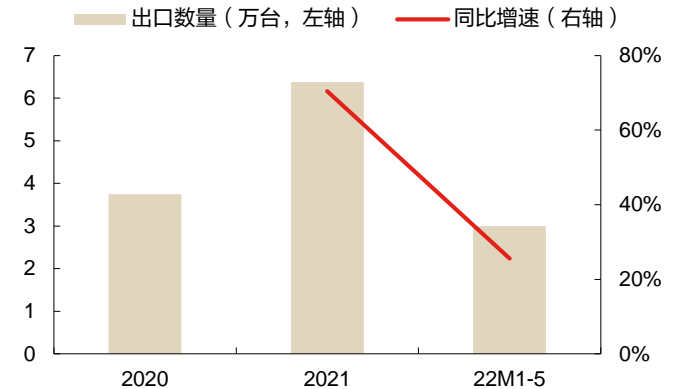
出口屡创新高，海外市场成为业绩重要支撑。2016-2021 年，合力海外业务营收从 11.0 亿元增加至 29.6 亿元，CAGR 达 21.78%，超过同期国内业务增速。2021 年，合力创造了整机出口 6.38 万台的新纪录，同比增长 70.42%；海外营收同比增长 56.15%，收入占比提升超 4pct。2022 年 1-5 月，合力克服国内疫情和复杂国际形势的影响，生产经营稳步推进，实现整机出口超 3 万台，同比增长超 25%，出口销售收入超 16 亿元，同比增长约 60%。随着公司叉车产品性能的不断增强，合力叉车品牌影响力日益提升，未来有望继续提升海外市场占有率。

图 58：合力海外业务营收及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 59：合力叉车出口数量及同比增速



数据来源：公司年报，公司官网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司主要经营各类叉车，下游主要是制造业和物流业；2022 年由于下游制造业和物流业需求较为疲软，公司营收增速受到影响；我们预计随着公司新能源化和全球化战略的不断推进，营收增速将会迎来修复；我们预计公司后市场业务的增速将会快于叉车整车销售业务，原因是后市场发展前景广阔，且公司近几年刚开始布局，因此可能会有较高的增速；
- 2) 公司 22-24 年毛利率分别为 16.7%/17.1%/17.6%；我们认为，随着 2022 年上半年以来原材料价格回落的影响逐渐体现在报表端，公司 2022 年毛利率较 2021 年将有一定程度的恢复；未来随着公司电动叉车进一步放量和海外业务持续拓展，规模效应将进一步显现，我们认为公司毛利率将小幅提升；
- 3) 公司 22-24 年销售费用率为 3.3%/3.3%/3.2%，管理费用率为 2.5%/2.5%/2.5%，研发费用率为 4.4%/4.4%/4.5%，财务费用率为-0.2%/-0.1%/-0.1%；我们预计公司销售、管理和研发费用率保持相对稳定，2022 年财务费用率受汇率影响将呈现较低水平，此后财务费用率逐渐回归正常水准。

盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
叉车整车销售					
销售收入（百万元）	10,552.3	12,679.1	12,623.7	14,518.9	16,778.2
增长率	29.7%	20.2%	-0.4%	15.0%	15.6%
毛利率	15.4%	14.5%	14.9%	15.0%	15.1%
后市场服务					
销售收入（百万元）	2,117.2	2,587.9	3,183.1	3,947.1	4,933.8
增长率	9.2%	22.2%	23.0%	24.0%	25.0%
毛利率	27.5%	21.0%	22.0%	23.0%	24.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	127.1	149.7	185.6	222.7	267.2
增长率	135.2%	17.7%	24.0%	20.0%	20.0%
毛利率	45.4%	62.9%	50.0%	52.8%	52.8%
合计	12,796.6	15,416.7	15,992.4	18,688.6	21,979.2
增长率	26.3%	20.5%	3.7%	16.9%	17.6%
综合毛利率	17.7%	16.1%	16.7%	17.1%	17.6%

资料来源：Wind，东方证券研究所预测

基于以上假设，我们预计公司 22/23/24 年将实现营收 159.92/186.89/219.79 亿元，同比增长 3.7%/16.9%/17.6%。

4.2 投资建议

公司是国内最大的叉车企业，当前时点受益于以下三大成长逻辑：1) 国内需求底部复苏在即的预期；2) 电动化带来的市场规模扩大；3) 公司积极完善全产业链布局，加速拓展电动化、智能化、后市场和全球化业务带来的业绩增长趋势。我们预计公司 22/23/24 年归母净利润分别为 8.43/10.02/12.22 亿元，同比增长 33.0%/18.8%/22.0%，EPS 分别为 1.14/1.35/1.65 元，对应当前 PE 为 11.5/9.7/8.0。我们选取主营业务为叉车的杭叉集团，主营业务为另一种工业车辆（高空作业平台）的浙江鼎力以及主要从事仓储叉车生产和销售的诺力股份为可比公司。参考可比公司 2023 年的平均市盈率（13xPE），给予安徽合力 2023 年 13xPE，目标价 17.55 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值比较

公司	最新价格（元） 2022/12/30	每股收益（元）				市盈率			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
杭叉集团	16.81	1.05	1.16	1.40	1.69	16.03	14.47	12.02	9.97
浙江鼎力	47.85	1.75	2.27	2.82	3.43	27.39	21.05	16.99	13.94
诺力集团	16.19	1.12	1.47	1.73	2.73	14.41	11.00	9.37	5.93
	平均值					19.28	15.51	12.79	9.95

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

宏观经济增速不及预期的风险：叉车行业具有一定的周期性，其周期与宏观经济周期密切相关，行业需求与制造业、物流业规模成正比，短期内和 PMI 等经济景气指标密切相关。宏观经济走弱会影响整个行业的景气度，抑制制造业和物流业对叉车产品的需求，对公司业绩带来不利影响。

国际贸易政策及汇率波动的风险：公司 2021 年及 2022H1 出口业务景气度持续向上，海外业务已经成为公司业绩的重要增长点。国际贸易政策会对产品出口造成影响，另外汇率变动会影响公司毛利率和净利率，如人民币短期大幅升值将对公司产生不利影响。

原材料成本上涨的风险：如果未来原材料成本，尤其是钢材价格持续大幅上涨，可能导致公司产品成本进一步上升，同时会直接影响公司现金流，将对公司盈利能力产生不利影响。

行业竞争加剧导致毛利率下降的风险：公司生产不同类型的叉车产品，综合毛利率受不同类型叉车销量占比及各产品毛利水平影响。在电动化趋势下，电动平衡重式叉车及仓储叉车细分领域的竞争激烈可能导致部分畅销产品毛利降低，从而影响公司综合毛利率水平。

国内疫情反复和海外疫情加剧的风险：国内局部疫情反复和各地管控政策的变化会对公司生产、交付以及后续安装调试造成一系列不利影响，可能造成项目延期交付，影响收入确认时间，使得短期收入低于预期。同时海外疫情加剧或对公司海外经营产生一定不利影响。

假设条件变化影响测算结果：文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。若平衡重叉车增速、平衡重叉车电动化率、III 类车对板车的替代率等假设条件发生变化，则可能对电动叉车市场规模测算造成影响，进而影响公司业绩。

后市场服务业务发展不及预期：后市场服务业务为公司近几年新拓展的业务，尚在发展初期。若未来后市场服务业务发展不及预期，则可能对公司的业绩增速造成影响。

产能建设及释放不及预期：若公司募投资项目及其他投资扩产项目建设及产能释放进度不及预期，将可能影响公司产品的生产和销售，从而影响公司业绩。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,230	2,004	4,026	4,572	4,932	营业收入	12,797	15,417	15,992	18,689	21,979
应收票据、账款及款项融资	1,519	1,755	1,802	2,114	2,486	营业成本	10,528	12,935	13,318	15,485	18,121
预付账款	156	200	240	211	246	营业税金及附加	90	89	86	112	143
存货	1,486	2,026	2,131	2,400	2,809	销售费用	433	520	528	611	711
其他	1,584	2,453	2,218	1,965	1,977	管理费用及研发费用	888	1,109	1,111	1,302	1,536
流动资产合计	6,975	8,438	10,417	11,263	12,450	财务费用	(9)	(6)	(38)	(13)	(23)
长期股权投资	289	301	400	300	300	资产、信用减值损失	4	(9)	21	1	2
固定资产	1,762	1,877	2,207	2,816	3,434	公允价值变动收益	6	24	0	15	10
在建工程	174	221	98	177	193	投资净收益	62	46	90	80	70
无形资产	237	300	282	263	245	其他	22	29	51	28	30
其他	333	498	304	302	302	营业利润	953	877	1,106	1,312	1,600
非流动资产合计	2,795	3,198	3,290	3,859	4,474	营业外收入	27	26	20	25	27
资产总计	9,771	11,636	13,707	15,121	16,924	营业外支出	6	3	2	3	5
短期借款	5	526	0	0	0	利润总额	974	900	1,125	1,334	1,622
应付票据及应付账款	2,467	2,925	3,010	3,500	4,095	所得税	140	115	155	183	217
其他	471	1,246	1,034	1,066	1,127	净利润	834	785	969	1,152	1,405
流动负债合计	2,944	4,698	4,044	4,565	5,222	少数股东损益	102	151	126	150	183
长期借款	700	300	300	300	300	归属于母公司净利润	732	634	843	1,002	1,222
应付债券	0	0	2,048	2,048	2,048	每股收益(元)	0.99	0.86	1.14	1.35	1.65
其他	143	231	191	191	191						
非流动负债合计	843	531	2,539	2,539	2,539	主要财务比率					
负债合计	3,786	5,229	6,583	7,104	7,761		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	542	597	723	872	1,055	成长能力					
实收资本(或股本)	740	740	740	740	740	营业收入	26.3%	20.5%	3.7%	16.9%	17.6%
资本公积	315	315	315	315	315	营业利润	8.1%	-8.0%	26.1%	18.6%	21.9%
留存收益	4,388	4,762	5,346	6,089	7,052	归属于母公司净利润	12.4%	-13.4%	33.0%	18.8%	22.0%
其他	(1)	(7)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	5,984	6,407	7,125	8,017	9,163	毛利率	17.7%	16.1%	16.7%	17.1%	17.6%
负债和股东权益总计	9,771	11,636	13,707	15,121	16,924	净利率	5.7%	4.1%	5.3%	5.4%	5.6%
						ROE	14.1%	11.3%	13.8%	14.8%	16.0%
						ROIC	12.9%	10.4%	10.3%	10.8%	11.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	38.8%	44.9%	48.0%	47.0%	45.9%
净利润	834	785	969	1,152	1,405	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	167	183	186	234	299	流动比率	2.37	1.80	2.58	2.47	2.38
财务费用	(9)	(6)	(38)	(13)	(23)	速动比率	1.86	1.36	2.05	1.94	1.84
投资损失	(62)	(46)	(90)	(80)	(70)	营运能力					
营运资金变动	8	(304)	(83)	(79)	(173)	应收账款周转率	13.8	13.7	11.7	12.4	13.5
其它	(16)	35	149	(14)	(8)	存货周转率	8.1	7.3	6.4	6.8	6.9
经营活动现金流	922	648	1,093	1,200	1,430	总资产周转率	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4
资本支出	(308)	(384)	(370)	(903)	(914)	每股指标(元)					
长期投资	(82)	(13)	(94)	100	0	每股收益	0.99	0.86	1.14	1.35	1.65
其他	(1,185)	(806)	311	395	80	每股经营现金流	1.25	0.87	1.48	1.62	1.93
投资活动现金流	(1,575)	(1,203)	(153)	(408)	(834)	每股净资产	7.35	7.85	8.65	9.65	10.95
债权融资	292	310	1,829	0	0	估值比率					
股权融资	0	(0)	0	0	0	市盈率	13.3	15.4	11.5	9.7	8.0
其他	(389)	90	(747)	(246)	(236)	市净率	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2
筹资活动现金流	(97)	401	1,082	(246)	(236)	EV/EBITDA	6.4	6.7	5.7	4.6	3.8
汇率变动影响	(16)	(14)	-0	-0	-0	EV/EBIT	7.5	8.2	6.7	5.5	4.5
现金净增加额	(765)	(169)	2,022	546	360						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。