

# 安徽合力（600761.SH）

## 2022 年报点评：国内叉车领军企业，电动化+国际化加速发展

买入

### 核心观点

**2022 年收入同比增长 1.66%，归母净利润同比增长 42.62%。**公司 2022 年实现营收 156.73 亿元，同比增长 1.66%；归母净利润 9.04 亿元，同比增长 42.62%，业绩增长主要系：1) 国际化业务快速发展；2) 行业电动化趋势带动电动车销量增加。2022 年毛利率/净利率为 16.99%/6.54%，同比变动 +0.89/+1.45 个 pct，盈利能力较为稳定。2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率为 3.52%/2.72%/3.93%/-0.27%，同比变动 +0.15/+0.14/-0.69/-0.23 个 pct，公司期间费用控制良好。2022 年公司经营性现金流净额 7.70 亿元，同比增长 18.98%，主要系生产规模扩大所致。

**电动化趋势日益显著，海外收入不断提升。**从销量看，2022 年公司实现销量 26.08 万台，同比下降 5.08%，主要系国内经济下行、行业需求下滑所致，公司国内/国外销量分别为 18.30/7.78 万台，同比-13.25%/+21.91%；**从产品结构看**，公司电动车销量占比由 2021 年 46.08%提升至 2022 年 50.96%，电动化趋势日益显著。**分区域看**，国内/国外市场营收分别为 109.15/46.32 亿元，同比变动-11.33%/+56.64%，公司国外营业收入增长主要系公司持续加强海外市场拓展力度，产销规模持续扩大所致。

**国内产业链规模化明显，国际化业务快速发展。**公司以安徽合肥为总部中心，以宝鸡、衡阳、盘锦、宁波湖州等地区为西部、南部、北部和东部整机生产基地，以合肥铸锻厂、六安铸造、蚌埠液力、安庆车桥等核心零部件体系为支撑，发挥规模化、智能化、柔性化的整机及零部件产业链协同优势，为公司持续健康发展奠定了坚实的基础。同时，公司国际化业务快速发展，海外布局持续完善，分别投资设立合力中东中心、欧亚中心，进一步提升海外营销服务能力，全年完成出口 7.78 万台，实现同比增长 21.91%，再次刷新整机出口新纪录。此外，公司持续推进科技创新，进一步提升锂电、氢燃料、大吨位混合动力等新能源产品和国四标准绿色内燃产品研发力度，产品结构持续优化。

**风险提示：**制造业复苏不及预期；行业竞争加剧；出口不及预期。

**投资建议：**公司系国内叉车行业领军企业，在国内经济持续复苏，电动化趋势日益明显，以及锂电化带动公司国际化业务快速发展的背景下，叉车行业有望持续复苏，公司业绩有望稳步增长。我们预计公司 2023-25 年归母净利润为 11.76/14.40/17.39 亿元，对应 PE 11/9/8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,417	15,673	18,491	21,624	24,859
(+/-%)	20.5%	1.7%	18.0%	16.9%	15.0%
净利润(百万元)	634	904	1176	1440	1739
(+/-%)	-13.4%	42.6%	30.0%	22.5%	20.8%
每股收益(元)	0.86	1.22	1.59	1.94	2.35
EBIT Margin	5.0%	6.2%	8.7%	9.3%	9.8%
净资产收益率 (ROE)	10.9%	13.3%	16.0%	18.0%	19.6%
市盈率 (PE)	21.0	14.7	11.3	9.2	7.6
EV/EBITDA	19.0	17.3	11.8	9.9	8.5
市净率 (PB)	2.29	1.96	1.81	1.66	1.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 机械设备·工程机械

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

联系人：年亚颂

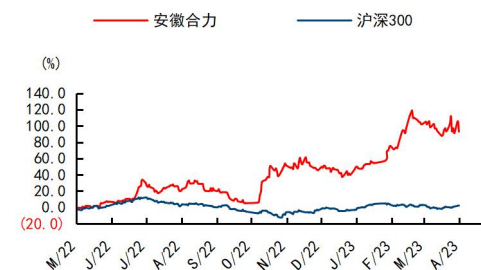
0755-81981159

nianyasong@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	19.08 - 23.76 元
收盘价	18.13 元
总市值/流通市值	13419/13419 百万元
52 周最高价/最低价	20.86/8.60 元
近 3 个月日均成交额	211.02 百万元

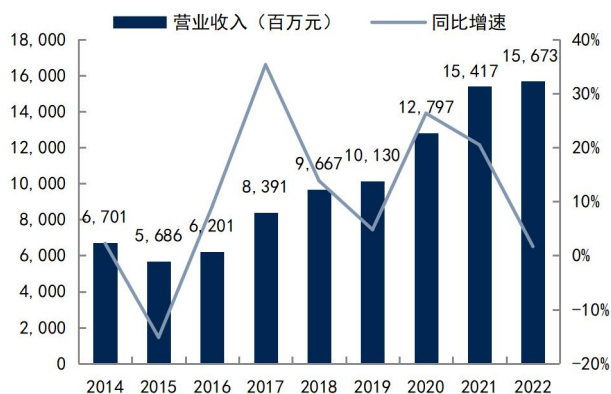
#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

图1：安徽合力 2022 年营收同比+1.66%



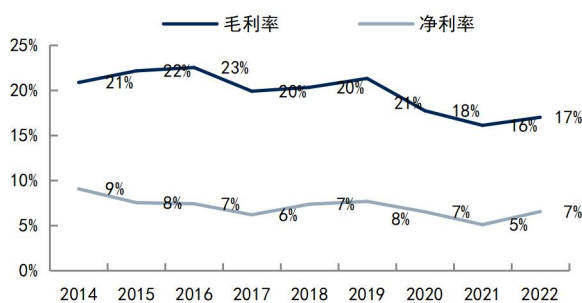
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：安徽合力 2022 年归母净利润同比+42.62%



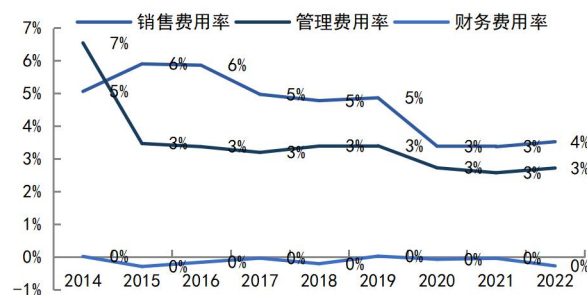
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：安徽合力盈利能力有所回升



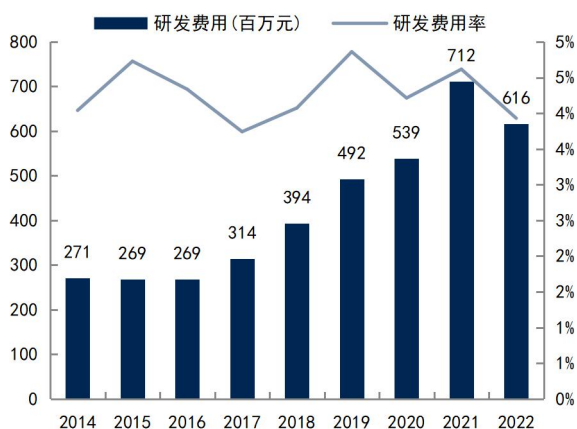
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：安徽合力期间费用管控良好



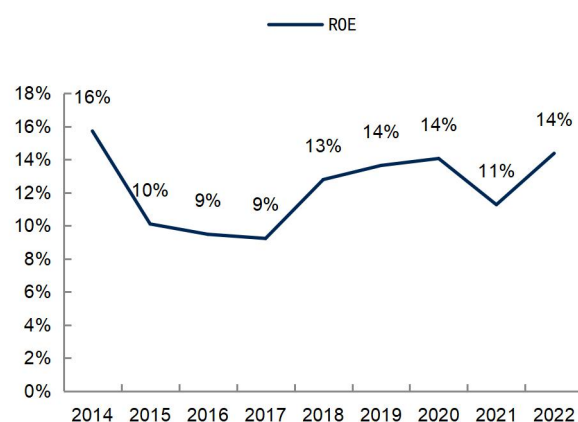
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：安徽合力研发费用维持高位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：安徽合力 ROE 上升



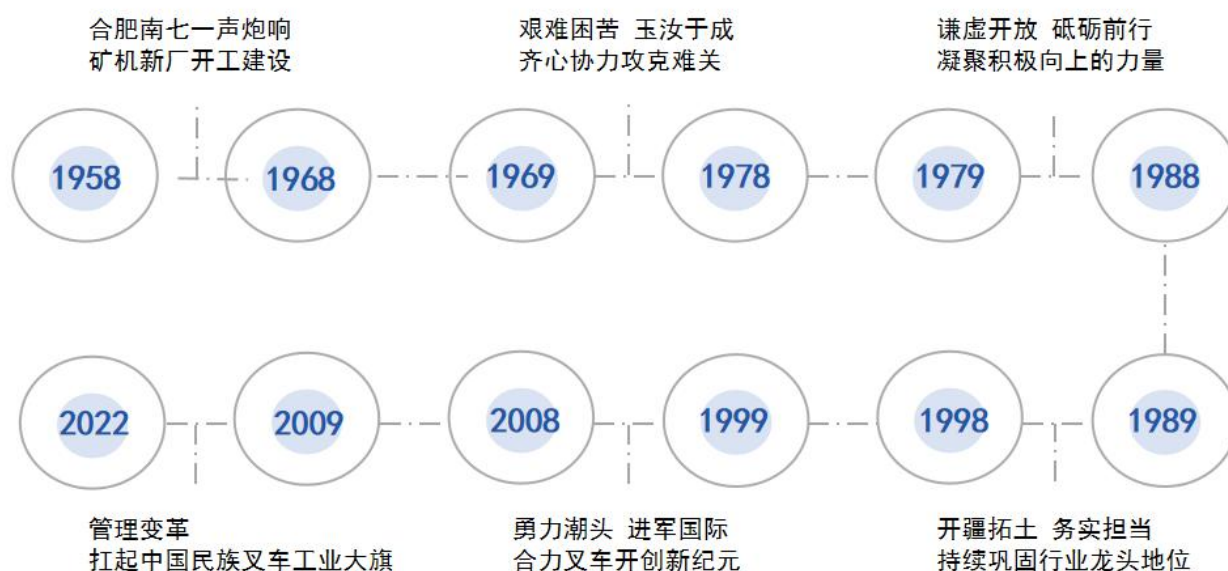
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 国内叉车龙头企业，电动化+国际化战略布局逐步完善

公司始创于 1958 年，拥有 60 余年的发展历程，作为国内叉车行业领军企业，自 2016 年起持续保持世界叉车制造商七强的国际地位。

- 1) 1958-1968 年为公司起步阶段：1960 年底工厂生产已初具规模，产量小，周期长，产品更新迭代较慢，但为公司接下来的发展奠定了基础；
- 2) 1969-1978 年为公司困难时期：管理层受文革影响严重，但公司上下一心攻坚克难，叉车种类与数量明显增多；
- 3) 1979-1988 年为公司成长时期：公司以叉车产品为发展主业，引进了国际先进叉车制造技术，并于 1988 年正式成立“合肥叉车总厂”；
- 4) 1989-1998 年为公司快速发展期：通过建立现代化企业制度，着手布局覆盖全国的整机及零部件制造基地，公司持续巩固并提升合力行业龙头地位，1996 年在上海证券交易所挂牌上市；
- 5) 1999-2008 年为公司扩张期：公司持续加大对传统产业设施的改造升级，兴建了合力工业园，创立了叉车“4S 店”销售模式，同时扩大出口规模，跻身世界工业车辆十强。
- 6) 2009-至今为公司稳定发展期：经济指标连创新高，不断深化海内外站点建设与布局，系统引进并全面推进了精益生产，实施了卓越绩效管理模式，开启了第五次管理革命，逐步创建了 HOS 运营体系，已经成为了我国民族叉车行业的代表。

图7：安徽合力发展历程



资料来源：公司官网、Wind、国信证券经济研究所整理

公司主要从事工业车辆及关键零部件的研发、制造与销售，车辆租赁、配件服务、维保服务、再制造等后市场业务，以及智慧物流、工业互联网业务。公司产品系

列拥有 37 个吨位级、512 类产品、2000 多种型号，产品覆盖了 0.2-46 吨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、工作装置等关键零部件。公司通过遍布海内外的营销服务体系及智能网联终端，可为不同行业、不同生态、不同场景用户提供综合性物料搬运解决方案。

表 1：安徽合力产品介绍

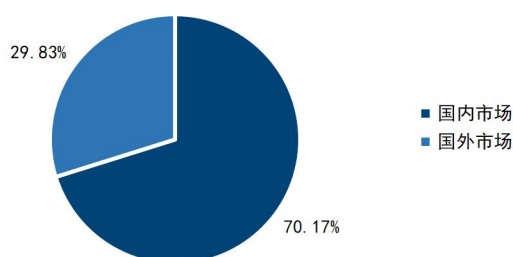
产品	简介	示意图
电动平衡重乘驾式叉车（I 类）	主要包括以锂电、氢燃料电池及铅酸蓄电池等为动力源的系列产品。公司锂电专用车具有媲美燃油车的综合性能，适应复杂工况能力强，全生命周期综合成本低，超长质保等特点，主要包含 H/H3/G/G2/G3 等系列，吨位覆盖 1-18 吨，广泛应用于工厂、烟草、食品、纺织、电子、仓储物流等行业。	
电动乘驾式仓储叉车（II 类）	也称前移式电动叉车，可分为座驾前移式和站驾前移式两大类。公司前移式叉车具有机动灵活、操纵轻便、高起升、高载荷、无污染、低噪音等特点，产品主要包含 G2 等系列，吨位覆盖 1.2-4.0 吨，广泛应用于工厂、烟草、食品、纺织、电子、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。	
电动步行式仓储车辆（III 类）	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。	
内燃平衡重式叉车（IV、V 类）	公司内燃平衡重式叉车产品覆盖 1 至 46 吨主要吨位级，具有可靠性高、安全性好、作业效率高、环境适应性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，广泛应用于工厂仓库、车站、物流、码头、港口等行业。	
其他工业车辆	公司港机设备主要包括重型叉车、集装箱堆高机、集装箱正面吊、堆高机等产品，主要应用于工厂、港口、矿场等场景的专业物流搬运解决方案；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、装载机等系列产品。	
工业互联网和智慧物流解决方案	在智慧物流系统领域自主开发数字孪生系统、AGV 调度控制中心（CCS）、仓储管理系统（WMS）、仓储控制软件（WCS）、生产管理系统（PMS）、中间件（MOM）等物流管理系统，开发产品涵盖叉车式、移载式、牵引式以及非标定制化 AGV 产品，以满足多场景的智能搬运需求。自主研发 FICS 工业互联网平台搭载智能车队管理系统，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、智能报表八大模块帮助用户轻松管理叉车运作提高整体工作效率。	

资料来源：安徽合力可转债说明书、Wind、国信证券经济研究所整理



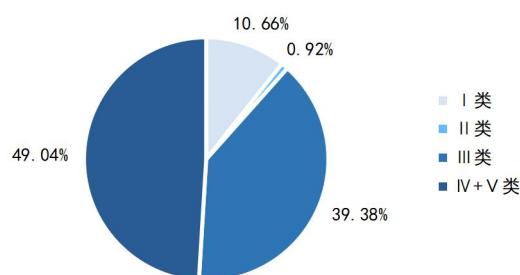
海外销量持续提升，收入结构较为稳定。2022 年公司实现销量 26.08 万台，同比下降 5.08%，其中国内市场 18.30 万台，同比下降 13.25%；实现出口 7.78 万台，同比增长 21.91%，公司海外经营规模不断扩张。从车型结构来看，电动平衡重乘驾式叉车（I 类车）实现销量 2.78 万台，同比增长 22.18%；电动乘驾式仓储叉车（II 类车）实现销量 0.24 万台，同比增长 18.03%；电动步行式仓储叉车（III 类车）实现销量 10.27 万台，同比增长 0.89%；内燃平衡重式叉车（IV+V 类车）实现销量 12.79 万台，同比下降 13.69%，主要收入来源为 III 类车与 IV+V 类车，I 类与 II 类车占比有所增长，收入结构较为稳定。

图8：安徽合力国内外销量占比



资料来源：公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

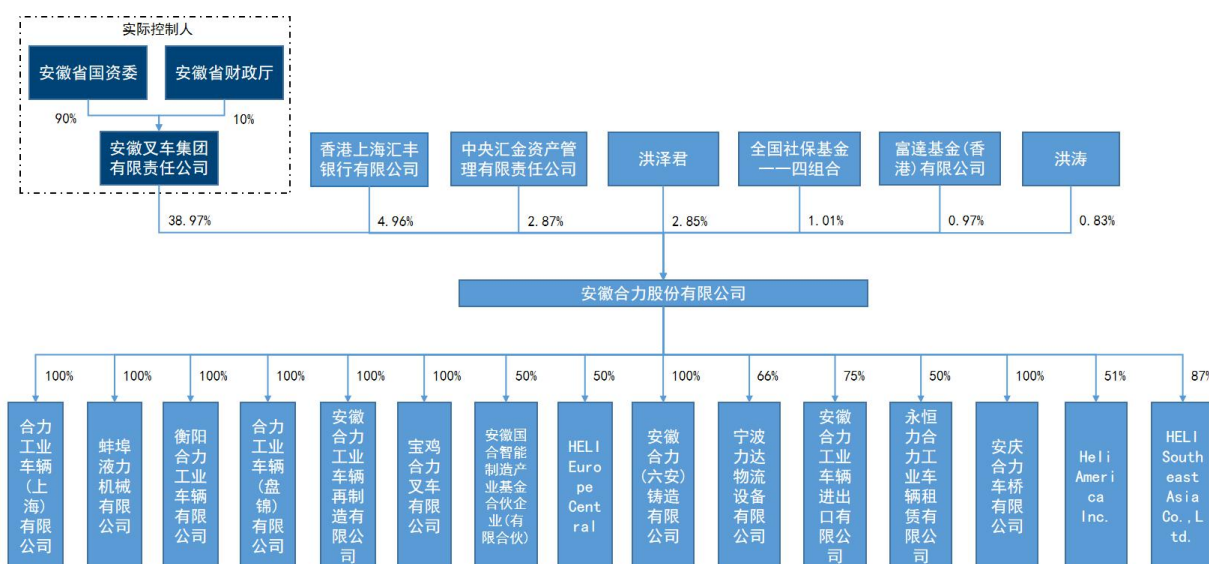
图9：安徽合力各类产品销量结构



资料来源：公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

公司实际控制人为安徽省国资委，截至 2022 年 10 月 14 日，安徽叉车集团持有公司 28844.85 万股股票，约占公司总股本的 38.97%，安徽省国资委持有叉车集团 90%股权，为公司的实际控制人。国资背景有利于保证公司稳定的股权结构，在竞争上存在一定的优势，有助于推动公司长远发展。

图10：安徽合力股权结构图

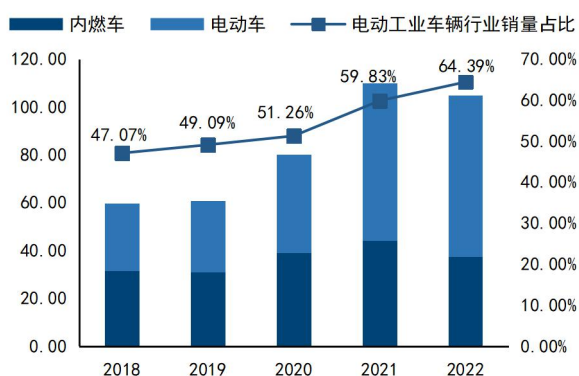


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电动车销量占比不断提升，电动化趋势日益显著。2018 年我国工业车辆行业销量为 59.72 万台，至 2022 年已达 104.80 万台，期间年复合增长率

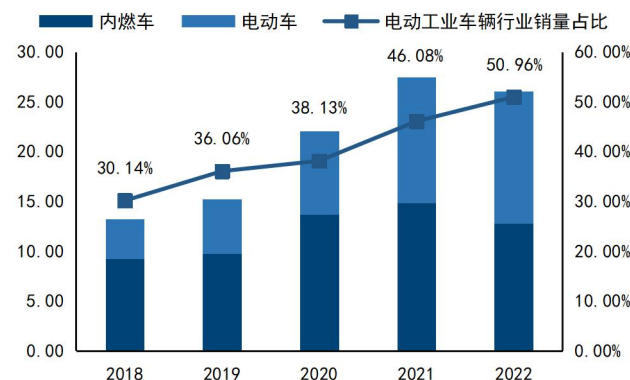
达 15.10%。从产品结构上来看，在“3060”双碳目标背景下，2018-2022 年我国工业车辆行业总销量中，电动车销量占比由 47.07%增长至 64.39%。作为行业领军企业，公司总销量至 2022 年已达 26.08 万台，2018-2022 年期间年复合增长率达 18.30%。从产品结构上来看，公司电动新能源车量占比由 2018 年的 30.14%增长至 2022 年的 50.96%。随着国内新兴产业的快速发展，国家物流效率的持续提升，龙头企业全球竞争力的持续增强，以及人力用工成本的不断上涨，未来我国工业车辆行业市场规模仍有着较大的持续发展空间；同时电动新能源、智能化、网联化等新趋势也将持续带动工业车辆产品的结构变化和更新换代需求。

图 11: 2018-2022 年我国电动车销量（万台）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 2018-2022 年公司电动车销量（万台）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**国内产业链规模化明显，海外市场布局持续完善。**安徽合力以合肥合力工业园为总部，以宝鸡合力、衡阳合力、盘锦合力、宁波力达、湖州加力、安徽好运机械为四大整机制造基地；以合肥铸锻厂、合力铸造（六安）公司等子公司为部件产业支撑；以永恒力合力设备租赁公司等子公司为后市场服务业；以合力上海科技公司、智能制造产业基金等为前沿技术研究中心和产业孵化平台；形成了整机、关键零部件、后市场、战略性新产业四大业务板块格局，产业链环环相扣，公司规模效应明显。同时，安徽合力相继成立北美合力、欧洲合理、东南亚合力与中东合力等海外子公司，持续扩张海外市场业务，完善海外市场布局，2016 年起安徽合力已位于全球叉车制造商排行榜第 7 位。

图 13: 安徽合力国内生产基地布局



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

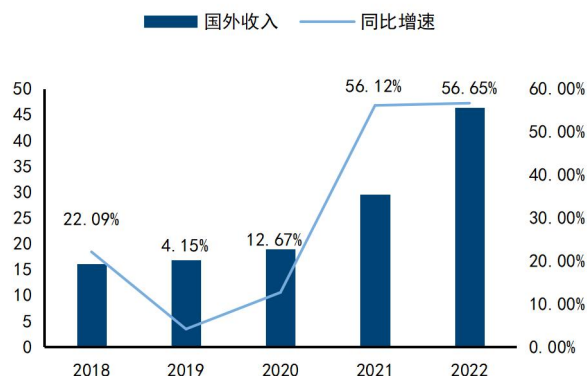
图 14: 安徽合力海外市场布局



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

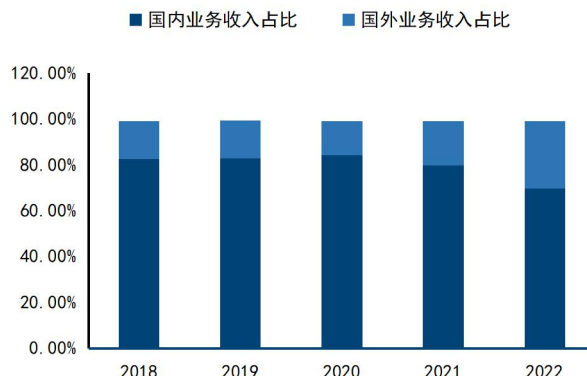
**国际化业务快速发展。**公司国外市场规模不断扩大，2022 年国外主营业务收入为 46.32 亿元，同比增长 56.65%，国外收入占比提升至 29.56%，相比 2021 年提升了 10.38%。在国际市场方面，公司努力克服不利因素影响，积极创新业务发展模式，实现“合力号”合肥港首航发运，进一步畅通国际物流通道；同时，公司持续完善海外市场布局，分别投资设立合力中东中心、欧亚中心，进一步提升海外营销服务能力，全年完成出口 7.78 万台，实现同比增长 21.91%，再次刷新整机出口新纪录。

图 15: 安徽合力国外主营业务收入（亿元）趋势图



资料来源：公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 安徽合力国外收入占比变动



资料来源：公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**叉车及配件：**公司是国内叉车龙头企业，2020-2022 年公司叉车及配件收入分别为 126.70/152.67/155.47 亿元，同比增长 25.74%/20.50%/1.84%，2022 年因为疫情等因素，公司叉车收入增速有所下滑。考虑到叉车行业与整体宏观经济相关性较高，随着疫情的放开以及经济的复苏，预期叉车销量讲有所反弹，公司作为行业龙头，有望充分受益。考虑我国工业车辆 2018-2022 销量复合增速约为 15%，同时行业电动化趋势日益明显，锂电叉车的均价比油车高，并且公司出口业务持续增长，预期公司 2023-2025 年公司叉车业务收入 183.46/214.65/246.85 亿元，同比增长 18%/17%/15%；毛利率方面，考虑公司海外业务呈现快速增长，公司规模持续扩大，预期 2023-2025 年公司叉车业务毛利率分别为 18.00%/18.50%/19.00%。

综上所述，预计公司 2023-2025 年营收 184.91/216.24/248.59 亿元，同比增长 18.0%/16.9%/15.0%，毛利率分别为 18.27%/18.75%/19.24%。

表2：安徽合力业绩拆分

报告期（亿元）	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>报表类型</b>							
<b>叉车及配件</b>							
收入	100.76	126.70	152.67	155.47	183.46	214.65	246.85
增速	5.57%	25.74%	20.50%	1.84%	18.00%	17.00%	15.00%
成本	79.51	104.59	128.79	129.49	150.44	174.94	199.94
毛利	21.25	22.11	23.88	25.98	33.02	39.71	46.90
毛利率(%)	21.09%	17.45%	15.64%	16.71%	18.00%	18.50%	19.00%
<b>其他业务</b>							
收入	0.54	1.27	1.50	1.26	1.45	1.59	1.75
增速	54.29%	135.19%	18.11%	-16.20%	15.00%	10.00%	10.00%
成本	0.21	0.69	0.56	0.60	0.68	0.75	0.82
毛利	0.33	0.58	0.94	0.66	0.77	0.84	0.93
毛利率(%)	60.91%	45.39%	62.86%	52.44%	53.00%	53.00%	53.00%
<b>整体</b>							
营业总收入	101.30	127.97	154.17	156.73	184.91	216.24	248.59
增速	4.79%	26.33%	20.47%	1.66%	17.98%	16.95%	14.96%
营业总成本	79.72	105.28	129.35	130.09	151.12	175.69	200.77
增速	3.49%	32.07%	22.86%	0.57%	16.16%	16.26%	14.28%
营业总成本/营业总收入	78.70%	82.27%	83.90%	83.00%	81.73%	81.25%	80.76%
毛利率	21.30%	17.73%	16.10%	17.00%	18.27%	18.75%	19.24%
毛利	21.58	22.69	24.82	26.64	33.79	40.55	47.83

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

### 未来 3 年业绩预测

根据以上假设，我们预计 2023-2025 年归属母公司净利润分别为 11.76/14.40/17.39 亿元，同比增长 30.8%/22.5%/20.8%。

表3：未来三年盈利预测

利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15417	15673	18491	21624	24859
营业成本	12935	13010	15112	17569	20077



营业税金及附加	89	93	116	130	151
销售费用	520	552	555	649	746
管理费用	397	426	390	452	517
研发费用	712	616	703	822	945
财务费用	(6)	(43)	114	151	175
投资收益	46	73	60	59	64
资产减值及公允 价值变动	18	23	14	18	18
其他收入	(669)	(583)	(703)	(822)	(945)
营业利润	877	1146	1576	1930	2332
营业外净收支	23	18	0	0	0
利润总额	900	1165	1576	1930	2332
所得税费用	115	139	236	290	350
少数股东损益	151	121	164	201	243
归属于母公司净 利润	634	904	1176	1440	1739

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值

**Beta 值：**选取杭叉集团、诺力股份、浙江鼎力作为可比公司，通过 Wind 估值算出无杠杆 Beta 为 0.92；

**无风险利率：**选取最近发行的 10 年期国债利率 2.68%；

未来 10 年估值假设条件见下表：

表4：绝对估值法资本成本假设

	合理值
无杠杆 Beta	0.92
无风险利率	2.68%
股票风险溢价	7.36%
公司股价	17.96
发行在外股数	740
股票市值(E)	13294
债务总额(D)	5136
Kd	5.85%
T	15.00%
Ka	9.45%
有杠杆 Beta	1.22
Ke	11.67%
E/(D+E)	72.13%
D/(D+E)	27.87%
WACC	9.81%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表5：FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	1,616.3	2,003.0	2,424.6	2,382.7	2,624.5	2,719.8	2,750.5	2,778.0	2,746.9	2,711.7	
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	1,373.8	1,702.5	2,060.9	2,025.3	2,230.8	2,311.8	2,338.0	2,361.3	2,334.9	2,305.0	
折旧与摊销	256.0	304.6	348.6	394.7	441.7	488.9	536.0	583.2	630.3	677.3	
营运资金的净变动	(1,096.7)	(905.8)	(1,000.7)	(1,370.8)	(364.9)	(766.9)	(698.8)	(483.2)	(470.1)	30.3	
资本性投资	(678.2)	(726.0)	(694.6)	(699.9)	(707.2)	(700.9)	(702.7)	(703.6)	(702.4)	(702.9)	
FCFF	(145.1)	375.3	714.2	349.3	1,600.4	1,332.9	1,472.5	1,757.6	1,792.6	2,309.6	28,219.8
PV(FCFF)	(132.1)	311.3	539.4	240.2	1,002.5	760.4	765.0	831.5	772.3	906.2	11,072.5
核心企业价值	17,069.2										
减：净债务	1,318.7										
股票价值	15,750.5										
每股价值	21.28										

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感,对折现率与永续增长率设置两档均为 0.2%的变动幅度,折现率浮动范围为 9.4%-10.2%,永续增长率的变化范围为 1.1%-0.9%,对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 19.23-23.76 元。

表6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

		WACC 变化				
		9.4%	9.6%	9.81%	10.0%	10.2%
永续 增长 率变 化	1.9%	23.76	22.91	22.10	21.33	20.60
	1.7%	23.28	22.46	21.68	20.94	20.24
	1.5%	22.82	22.03	21.28	20.56	19.89
	1.3%	22.39	21.63	20.90	20.21	19.55
	1.1%	21.98	21.24	20.54	19.87	19.23

资料来源: 国信证券经济研究所分析

## 相对估值

公司是叉车行业龙头,选取杭叉集团、浙江鼎力、诺力股份作为可比公司。综合考虑可比公司的估值及公司的成长性,我们预计 2023-2025 年归母净利润 11.76/14.40/17.39 亿元,同比增长 30.8%/22.5%/20.8%,给予安徽合力一年期合理估值 19.08-23.85 元(对应 2023 年 PE 值 12-15X)。

表7: 可比公司相对估值(截至 2023 年 3 月 31 日)

证券代码	证券简称	投资评级	总股本(亿股)	收盘价 总市值(亿元)			EPS				PE			
							2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
603298	杭叉集团	未评级	9.36	19.68	184.12		1.05	1.07	1.32	1.59	18.74	18.39	14.94	12.38
603338	浙江鼎力	买入	5.06	54.79	277.43		1.75	2.33	2.81	3.42	31.31	23.52	19.50	16.00
603611	诺力股份	未评级	2.67	20.71	55.33		1.12	1.47	1.79	2.59	18.49	14.09	11.54	8.00
										平均值	22.85	18.67	15.33	12.13
600761	安徽合力	买入	7.40	17.96	132.94		0.86	1.22	1.59	1.94	22.56	15.82	12.16	9.93

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 利元亨为 Wind 一致预测

## 投资建议

综合上述几个方面的估值,我们预计 2023-2025 年归母净利润 11.76/14.40/17.39 亿元,对应 EPS 为 1.59/1.94/2.35 元,一年期合理估值为 19.08-23.76 元,首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 19.20-23.98 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.75%、风险溢价 7.36%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，最终给予公司 23 年 12-15 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 宏观经济波动的风险

公司从事业务受宏观经济影响因素较大，与下游的制造业发展及仓储物流业具有较强的关联性，通常呈现出正相关。2020 年新冠疫情爆发对经济发展和居民生活产生了负面影响，但随后我国疫情得到控制、经济活动恢复，制造业、物流业景气度向上，持续带动了叉车产品的市场需求。但是，国内外宏观经济环境受多方面因素影响，存在周期性波动的特点。若出现增速放缓或其他不利变化，可能导致整体行业景气度下滑，公司产品的需求可能出现萎缩，公司的经营和发展将受到负面影响。

### 行业竞争加剧的风险

全球叉车行业品牌集中度较高，2021 年全球销量前五企业的销量在全球叉车销量中占比超过 50%。但随着行业近年来高速发展及电动化、智能化的大趋势，良好的发展机遇吸引了大量企业入局，其中不乏海内外有实力的竞争对手。针对日趋激烈的竞争格局，公司进一步聚焦智能化、网联化、绿色化的研发和布局，筑牢整机、零部件、后市场、智慧物流四大产业板块，加快高质量发展步伐。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

### 新技术与产品开发的風險

近年来叉车行业智能化、网联化、绿色化趋势明显，对企业的技术研发提出了新的要求。公司始终坚持创新驱动发展理念，积累了一定的技术研发优势 and 创新能力，并持续推进研发创新。随着行业竞争的不断加剧，未来若公司



在技术研发方面不能达到预期效果、研发成果未能带来预期经济效益、公司产品或关键技术被国内外同行模仿或窃取、竞争对手或潜在竞争对手率先取得重大技术突破等情况，都可能导致公司在行业内无法保持技术创新优势和领先地位，公司的持续盈利能力可能受到影响。

### 国际市场环境发生不利变化的风险

2022 年公司努力克服海外疫情和运力紧张等不利因素影响，持续优化业务布局和产品出口结构，并加速海外中心建设，强化海外市场拓展能力，在北美、中东新设分支机构。但是海外业务的开展受到政治经济变化、社会环境变化、贸易政策变化、文化及价值观差异等不可控的因素影响，或我国与客户所在国家或地区之间发生较大贸易摩擦，或未来我国出口政策发生较大变化等情况，将对公司出口业务产生不利影响。

### 原材料价格波动的风险

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。

# 财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2004	3472	3569	3515	3518	营业收入	15417	15673	18491	21624	24859
应收款项	1241	1572	2140	2433	3063	营业成本	12935	13010	15112	17569	20077
存货净额	2026	2097	2724	3392	3849	营业税金及附加	89	93	116	130	151
其他流动资产	847	481	694	888	906	销售费用	520	552	555	649	746
<b>流动资产合计</b>	<b>8438</b>	<b>10963</b>	<b>12467</b>	<b>13569</b>	<b>14677</b>	管理费用	397	426	390	452	517
固定资产	2098	2341	2791	3246	3627	研发费用	712	616	703	822	945
无形资产及其他	300	495	477	458	438	财务费用	(6)	(43)	114	151	175
投资性房地产	498	571	571	571	571	投资收益	46	73	60	59	64
长期股权投资	301	403	481	544	625	资产减值及公允价值变动	18	23	14	18	18
<b>资产总计</b>	<b>11636</b>	<b>14774</b>	<b>16786</b>	<b>18389</b>	<b>19938</b>	其他收入	(669)	(583)	(703)	(822)	(945)
短期借款及交易性金融负债	1250	837	1908	2490	2960	营业利润	877	1146	1576	1930	2332
应付款项	2925	2479	2665	2755	2686	营业外净收支	23	18	0	0	0
其他流动负债	522	570	640	736	853	<b>利润总额</b>	<b>900</b>	<b>1165</b>	<b>1576</b>	<b>1930</b>	<b>2332</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4698</b>	<b>3885</b>	<b>5213</b>	<b>5982</b>	<b>6499</b>	所得税费用	115	139	236	290	350
长期借款及应付债券	300	3232	3232	3232	3232	少数股东损益	151	121	164	201	243
其他长期负债	231	277	326	387	438	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>634</b>	<b>904</b>	<b>1176</b>	<b>1440</b>	<b>1739</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>531</b>	<b>3509</b>	<b>3558</b>	<b>3619</b>	<b>3670</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>5229</b>	<b>7394</b>	<b>8770</b>	<b>9600</b>	<b>10169</b>	净利润	634	904	1176	1440	1739
少数股东权益	597	605	687	791	917	资产减值准备	(2)	13	5	3	3
股东权益	5810	6774	7328	7998	8852	折旧摊销	210	223	256	305	349
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11636</b>	<b>14774</b>	<b>16786</b>	<b>18389</b>	<b>19938</b>	公允价值变动损失	(18)	(23)	(14)	(18)	(18)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(6)	(43)	114	151	175
每股收益	0.86	1.22	1.59	1.94	2.35	营运资本变动	(386)	(450)	(1097)	(906)	(1001)
每股红利	0.53	0.56	0.84	1.04	1.20	其它	60	52	77	100	123
每股净资产	7.85	9.15	9.90	10.80	11.96	<b>经营活动现金流</b>	<b>498</b>	<b>719</b>	<b>404</b>	<b>924</b>	<b>1195</b>
ROIC	13.33%	13.96%	15%	16%	17%	资本开支	0	(487)	(678)	(726)	(695)
ROE	10.91%	13.35%	16%	18%	20%	其它投资现金流	(867)	(1021)	0	0	0
毛利率	16%	17%	18%	19%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(879)</b>	<b>(1609)</b>	<b>(756)</b>	<b>(790)</b>	<b>(776)</b>
EBIT Margin	5%	6%	9%	9%	10%	权益性融资	(14)	2043	0	0	0
EBITDA Margin	6%	8%	10%	11%	11%	负债净变化	(400)	1200	0	0	0
收入增长	20%	2%	18%	17%	15%	支付股利、利息	(389)	(418)	(622)	(770)	(885)
净利润增长率	-13%	43%	30%	22%	21%	其它融资现金流	1747	(1250)	1071	582	469
资产负债率	50%	54%	56%	57%	56%	<b>融资活动现金流</b>	<b>155</b>	<b>2357</b>	<b>450</b>	<b>(188)</b>	<b>(416)</b>
股息率	2.9%	3.1%	4.7%	5.8%	6.7%	<b>现金净变动</b>	<b>(226)</b>	<b>1467</b>	<b>97</b>	<b>(54)</b>	<b>4</b>
P/E	21.0	14.7	11.3	9.2	7.6	货币资金的期初余额	2230	2004	3472	3569	3515
P/B	2.3	2.0	1.8	1.7	1.5	货币资金的期末余额	2004	3472	3569	3515	3518
EV/EBITDA	19.0	17.3	11.8	9.9	8.5	企业自由现金流	0	145	(145)	375	714
						权益自由现金流	0	95	829	830	1035

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032