

受益叉车锂电化转型大势，国企改革助力龙头走向全球

买入(维持)

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,673	18,278	20,726	23,464
同比	2%	17%	13%	13%
归属母公司净利润(百万元)	904	1,281	1,531	1,876
同比	43%	42%	20%	23%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.22	1.73	2.07	2.53
P/E(现价&最新股本摊薄)	14.26	10.06	8.42	6.87

关键词: #出口导向 #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ 安徽合力: 国有控股叉车龙头, 深耕主业迈向全球五强

安徽合力为国内收入体量最大的叉车企业, 实控人为安徽国资委。公司始创于1958年, 2006年进入世界工业车辆行业十强, 2016年至今保持全球第七、国内第一的市场地位, 2021年公司国内销量份额25%, 稳居国内首位。公司业绩增长稳健, 2022年收入157亿元, 2017-2022年CAGR13%, 归母净利润9.0亿元, CAGR17%。受益于高毛利率的电动叉车、海外业务营收占比提升, 公司盈利能力中枢上行, 2023年前三季度, 公司综合毛利率、净利率分别为20.2%、8.35%, 分别同比提升3.6pct、1.9pct。但相较于国内友商杭叉集团同期毛利率、净利率20.2%、11.0%, 公司盈利能力仍有提升潜力, 并且公司估值水平较低, 在国企改革深化背景下, 公司财务数据有望持续优化。

■ 叉车行业: 受益“锂电化+全球化+后市场”, 成长性强于周期性

叉车为物料搬运工具, 由于应用场景更广, 销量波动性显著低于传统工程机械, 行业2018-2022年销量复合增速15%。锂电化、全球化为国产叉车两大趋势, 由于电动叉车、出口叉车的单车价值量、利润率较高, 产业结构优化, 行业规模有望持续增长: (1) **锂电化**: 高价值量平衡车锂电化带动产业规模提升。2022年我国平衡重叉车电动化率仅26%, 低于全球37%水平。锂电化缩短了内燃平衡叉车和电动平衡叉车的差距, 大幅提升电动叉车性价比, 行业电动化加速带动产业转型。 (2) **全球化**: 2022年全球叉车市场规模约1600亿元, 其中海外市场约1200亿元, 国内市场约400亿元。2022年国产双龙头杭叉集团、安徽合力全球收入份额20%, 其中国内52%, 海外8%, 海外市场空间广阔。 (3) **后市场**: 从海外成熟经验看, 2022年海外叉车龙头后市场服务与租赁收入占比约40%, 并贡献70%以上利润。国内叉车厂以设备销售为主, 后市场与租赁业务占比仍较低。随着我国叉车保有量提升, 后市场服务拓展有望为叉车厂带来稳定增长。

■ 厚积薄发、顺势而为, 看好叉车龙头成长性

我们认为公司锂电化、全球化和后市场业务布局已进入红利兑现期, 业务结构优化驱动利润中枢上移: (1) **电动化**: 公司转型速度快于行业, 但以低价值量三类车为主, 核心的一类车电动化率仍有提升空间。当前公司加强与上下游产业链合作, 入股鹏成新能源、和鼎机电等工业车辆电池产业链领先企业, 2022年发行20亿可转债扩产加码电动化, 锂电产业链布局充分; (2) **全球化**: 2022年公司海外份额仅4%, 远低于国内份额25%, 海外市场仍处于蓝海拓展期, 随着渠道建设完善、锂电产品推广, 海外份额有望持续增长; (3) **后市场**: 公司后市场业务布局完善, 但受限于我国叉车市场发展阶段, 2022上半年公司后市场收入占比仅18%, 不及海外龙头一半, 远期具备较大成长韧性。此外, 后市场毛利率显著高于整机销售, 有望拉动公司盈利中枢再提升。

■ **盈利预测与投资评级**: 我们维持2023-2025年公司归母净利润预测12.8/15.3/18.8亿元, 当前市值对应PE为10/8/7倍, 维持“买入”评级

■ **风险提示**: 行业竞争格局恶化, 地缘政治冲突, 原材料价格波动

2023年12月25日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书: S0600522090004

luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书: S0600122080061

weiyj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.50
一年最低/最高价	13.00/22.92
市净率(倍)	1.81
流通A股市值(百万元)	12,953.56
总市值(百万元)	12,953.56

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.66
资产负债率(% ,LF)	52.32
总股本(百万股)	740.20
流通A股(百万股)	740.20

相关研究

《安徽合力(600761): 2023年三季度报点评: Q3 归母净利润同比增长28%符合预期, 盈利能力维持高位》

2023-10-25

《安徽合力(600761): 安徽合力: 年报收入符合预期, 盈利受原材料涨价拖累》

2018-03-20

内容目录

1. 安徽合力：国有控股叉车龙头，深耕主业迈向全球五强	5
1.1. 国有控股叉车龙头，深耕行业六十余年	5
1.2. 业绩增速长期稳健，电动化+国际化优化业务结构	7
2. “电动化+国际化”成为新增长点，叉车产业迎转型大势	9
2.1. 核心物料搬运机械，成长性强于周期性	9
2.2. 国内双寡头格局趋于稳定，海外份额提升空间广阔	12
2.3. 三大趋势看我国叉车产业成长性	14
2.3.1. 电动化：锂电技术驱动渗透率提升，经济性+产业升级迎拐点	15
2.3.2. 全球化：2022年海外叉车设备市场超千亿，国产双龙头份额不足10%	18
2.3.3. 后市场：市场规模不输设备，利润率高于整机	21
3. 厚积薄发、顺势而为，看好公司中长期成长性	22
3.1. 产品布局完善+扩产推进，电动化进入红利兑现期	22
3.2. 渠道深化+产品本地化推进，份额提升助力出口高增	24
3.3. 后市场业务潜力大，有望打开远期成长空间	25
4. 盈利预测与投资评级	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1: 安徽合力发展历程	5
图 2: 公司业务覆盖工业车辆整机、零部件、后市场和智慧物流四大块	5
图 3: 2022 上半年公司叉车整机业务收入占比 81%	6
图 4: 2022 年公司电动叉车销量占比 51%，持续提升	6
图 5: 公司股权结构稳定，实控人持股 35%（截至 2023 年 9 月 30 日）	6
图 6: 2017-2022 年公司营收 CAGR 为 13%	7
图 7: 2017-2022 年公司归母净利润 CAGR 为 17%	7
图 8: 2019-2022H1 公司各项业务毛利率	8
图 9: 2018-2022 公司电动叉车销量占比持续提升	8
图 10: 2018-2022 年公司海外市场毛利率显著高于国内	8
图 11: 2020-2022 年公司海外市场收入占比稳步提升	8
图 12: 2022 年起公司毛利率和净利率回升	9
图 13: 2016-2023Q1-Q3 公司期间费用率总体有所下降	9
图 14: 2022Q2 以来原材料钢材价格回落	9
图 15: 2023 年以来美元兑人民币汇率	9
图 16: 叉车的工作原理与应用场景	9
图 17: 2022 年叉车（不含 III 类）下游应用分布	9
图 18: 叉车销量与 PMI 指数相关性较强	10
图 19: 叉车销量与物流、仓储业景气度相关性较强	10
图 20: 按动力源和应用领域，叉车可分为四大类	10
图 21: 2022 年三类车占全球叉车销量比重 47%	11
图 22: 2022 年一/四/五类车占全球叉车市场规模 72%	11
图 23: 2022 年全球叉车市场结构（按区域、销量）	11
图 24: 2022 年全球叉车市场结构（按区域、价值量）	11
图 25: 叉车周期性弱于传统工程机械	12
图 26: 2022 年全球叉车销量 201 万台，十年 CAGR 8%	12
图 27: 2013-2022 年全球主要区域叉车销量复合增速	12
图 28: 2022 年全球叉车行业竞争格局（按销量）	12
图 29: 2022 年主要叉车厂商营收规模对比	12
图 30: 2021 年合力、杭叉行业销量份额分别为 25%、23%	13
图 31: 叉车行业具备四大核心壁垒	13
图 32: 2015-2021 年杭叉集团和安徽合力国内销量份额稳中有升，2022 年合计份额达 47%	14
图 33: 外企销量份额逐年下降，从 2015 年的 18% 下滑至 2022 年的 8%	14
图 34: 叉车行业销量复盘：随制造业、物流业发展波动上行	14
图 35: 2014-2022 年我国内燃叉车销量占比从 69% 下滑至 36%	15
图 36: 2022 年我国平衡重叉车电动化率仅 26%，低于全球 37% 水平	15
图 37: 2021 年起我国电动平衡叉车销量增速明显超过内燃平衡叉车	15
图 38: 2022 年我国电动平衡式叉车销量占比提升至 26%，同比增长 6pct	15
图 39: 锂电叉车相对铅酸叉车优势明显	16
图 40: 锂电叉车经济性显著强于内燃叉车（以 3t 叉车为例）	16
图 41: 2021 年永恒力收入结构中，零售与批发占比达 45%	17
图 42: 2022 年全球及 KION 电动叉车占比分别达 71%、88%	17

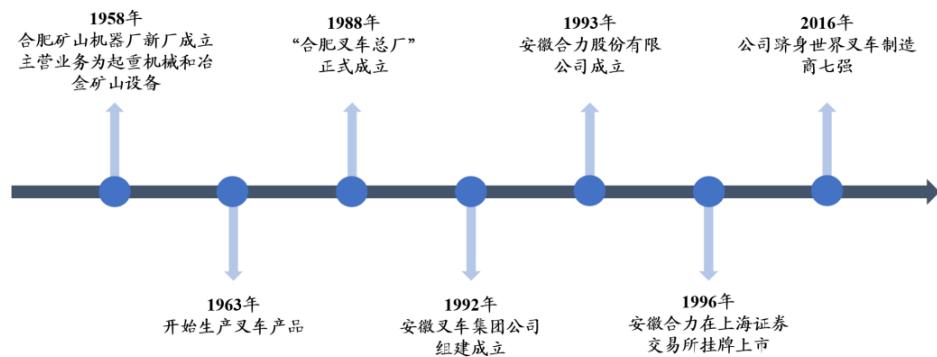
图 43: 凯傲预计 2022 年全球电动叉车锂电化率约 30%，2027 年翻倍至 60%.....	18
图 44: 永恒力计划 2025 年叉车锂电化率达 70%	18
图 45: 2022 年锂电叉车价值量、毛利率均高于内燃叉车.....	18
图 46: 2016-2022 年国产叉车出口销量 CAGR 达 23%.....	19
图 47: 2022 年国产叉车海外销量份额提升至 19%	19
图 48: 2021 年我国出口叉车中三类车占比达 63%	19
图 49: 2022 年合力、杭叉合计海外份额不足 10%	19
图 50: 海内外叉车市场空间测算（2021-2025E）	20
图 51: 国产叉车出海具备三大优势.....	21
图 52: 我国出口叉车电动化率迅速提升，2022 达到 74%	21
图 53: 2022 年安徽合力外销毛利率高于内销毛利率 4pct.....	21
图 54: 2022 年杭叉集团外销毛利率高于内销毛利率 13pct.....	21
图 55: 2022 年永恒力后市场与租赁业务收入占比达 41%	22
图 56: 2022 年三菱物捷仕后市场与租赁业务收入占比达 36%	22
图 57: 2022 年公司电动叉车（I+II+III 类车）销量占比达 51%.....	23
图 58: 2022 年公司一/二/三类车同比增速均超行业	23
图 59: 公司整合多项业内优质资产，以加强电动叉车生产能力.....	23
图 60: 2022 年安徽合力可转债募投项目	24
图 61: 公司已建立五大海外中心，2023 年新建合力南美、澳洲公司	24
图 62: 2018-2022 年公司海外收入 CAGR 达 30%.....	25
图 63: 2022 上半年公司后市场业务仅占收入比重 18%	25
图 64: 公司后市场业务毛利率显著高于整机销售	25
图 65: 安徽合力 2021-2025E 收入拆分表.....	26
 表 1: 安徽合力国企改革主要政策.....	7
表 2: 主流叉车的分类、特征和应用领域.....	10
表 3: 公司具备多项电动叉车核心技术，并已实现应用化落地	22
表 4: 公司针对不同市场采取差异化销售战略.....	25
表 5: 可比公司估值表（2023/12/21）	27

1. 安徽合力：国有控股叉车龙头，深耕主业迈向全球五强

1.1. 国有控股叉车龙头，深耕行业六十余年

国有控股叉车龙头，国际地位稳中有升。安徽合力为国内收入体量最大的叉车企业，始创于1958年，1993年完成国企股份制改革，1996年登陆上交所。公司以“世界五强，百年叉车”为愿景，研发生产经验丰富、品牌影响力强、产品谱系齐全。2006年公司进入世界工业车辆行业十强，2016年至今保持全球第七、国内第一的市场地位。

图1：安徽合力发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

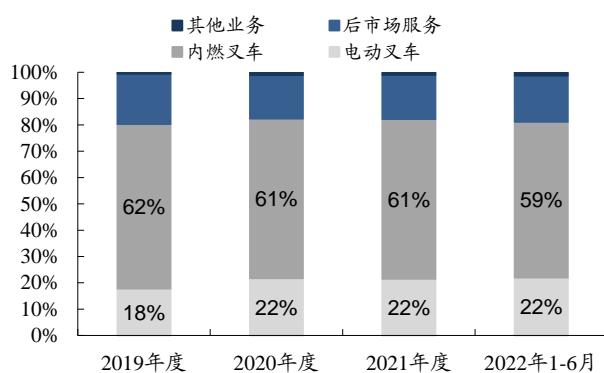
以叉车产业为核心，布局整机、零部件、后市场、智慧物流四大板块。公司以叉车为核心主业，业务向上下游延伸，覆盖整机、零部件、后市场和智慧物流四大板块，为国内叉车产业链、供应链最齐全，实力最强的厂商之一。目前叉车板块贡献公司主要营收，2022上半年收入占比约81%。近年来叉车行业迎电动化转型，公司把握机遇，推广锂电、氢燃料电池等新能源叉车，同时升级内燃叉车排放标准，成果斐然。2022年公司电动新能源叉车销量占比达到51%，相较2019年的36%提升15pct。

图2：公司业务覆盖工业车辆整机、零部件、后市场和智慧物流四大块

整机设备							智能物流		零部件业务		行业解决方案		后市场服务	
I类车：电动平衡重 乘驾式叉车	II类车： 电动乘驾式 仓储叉车	III类车： 电动步行式 仓储叉车	IV+V类车： 内燃平衡重 式叉车	港机设备	其他车辆	AGV	变速箱 转向桥	光伏行业	整机维保					
														
														
														
														

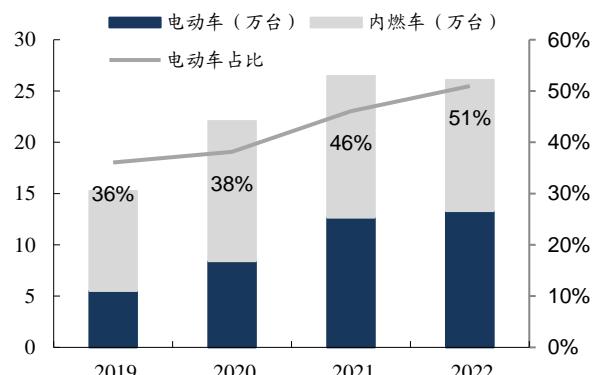
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3: 2022上半年公司叉车整机业务收入占比81%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

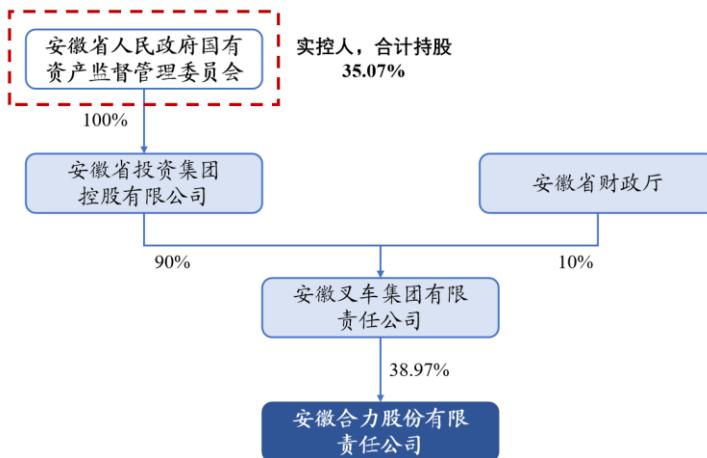
图4: 2022年公司电动叉车销量占比51%，持续提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

实控人安徽国资委合计持股35%，股权结构稳定。公司为国有控股企业，实控人为安徽省国资委。截止2023年9月30日，安徽国资委持有公司35.1%的股份。公司核心研发、管理团队稳定，成员均深耕叉车行业多年，经验丰富。

图5: 公司股权结构稳定，实控人持股35%（截至2023年9月30日）



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

三年行动圆满收官，国企改革持续深化。立足做强做优做大要求，公司不断优化完善管理体系、人才培养和薪酬机制。2022年6月，公司通过股权划转，引入安徽省投资集团，为战略性重组和专业化整合打下基础，加快国有资本布局优化和结构调整。截至2022年底，三年国企改革阶段目标圆满完成。公司改革仍在进行中，2023年公司助力上海科技子公司完成股权混改，为公司在推进员工持股上的新尝试，后续有望全面推广。

表1：安徽合力国企改革主要政策

主题	工作重点	出台政策	
建立中国特色现代企业制度	规范董事会建设	母公司	党组织成员与董事会成员交叉任职制度 健全董事会工作机构，规范董事会运作
		子公司	董事会应建尽建，外部董事占多数 制定董事会向经理层授权正面和负面清单 落实重要子企业董事会六项职权
			建立委派“董监高”管理办法
	推进管理体系和管理能力现代化		建设全覆盖内控体系 开展对标世界一流企业管理提升行动
引入市场化经营机制	创新人才队伍培养机制		深入推进职业经理人制度，39家子企业的96名经理层成员全部实行任期制和契约化管理 完善竞争上岗制度 强化干部考核评价及结果应用
	优化薪酬分配激励机制		建立以效益和效率为主要依据的工资总额核准机制 在子企业上海科技实施超额利润岗位分红激励

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

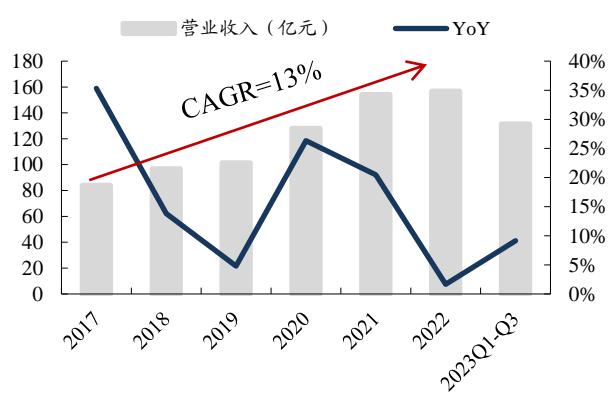
1.2. 业绩增速长期稳健，电动化+国际化优化业务结构

公司业绩增长稳健，2017-2022年收入、归母净利润CAGR分别为13%、17%。

2017-2022年公司营收稳步增长，CAGR达13%，受益行业稳健增长及国内外份额提升。

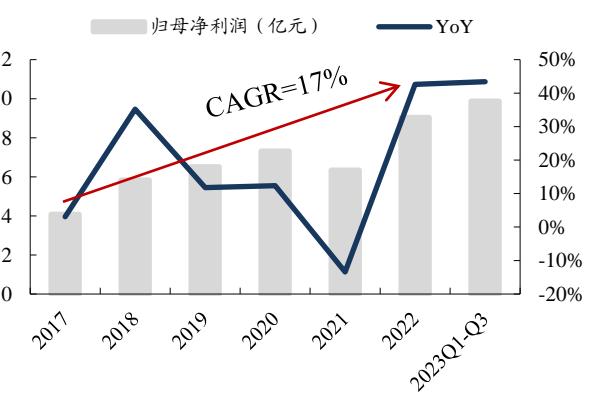
2022年公司营收达157亿元，同比增长2%，受公共卫生事件影响有所下滑，但相对行业仍具备阿尔法。2017-2022年公司归母净利润增速强于营收，CAGR达17%，主要系高毛利率的电动叉车、海外业务营收占比提升。2023年前三季度公司实现营业收入131亿元，同比增长9%，归母净利润9.9亿元，同比增长43%，成长性延续。

图6：2017-2022年公司营收CAGR为13%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2017-2022年公司归母净利润CAGR为17%



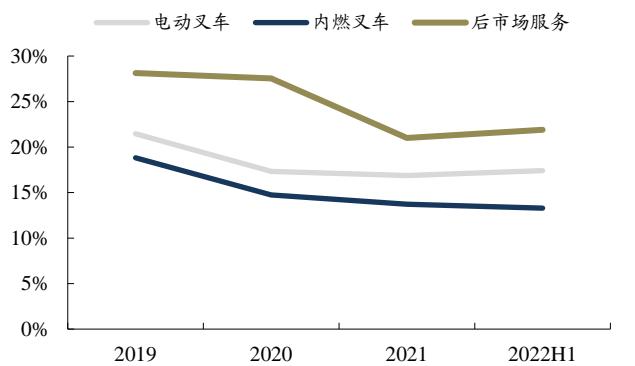
数据来源：Wind，东吴证券研究所

分板块看，公司业务结构持续优化：

(1) 高附加值、高毛利率的电动叉车占比持续提升。2018-2022年公司电动叉车销量占比逐年提升，2022年占比达51%。2022上半年电动叉车、内燃叉车毛利率分别为

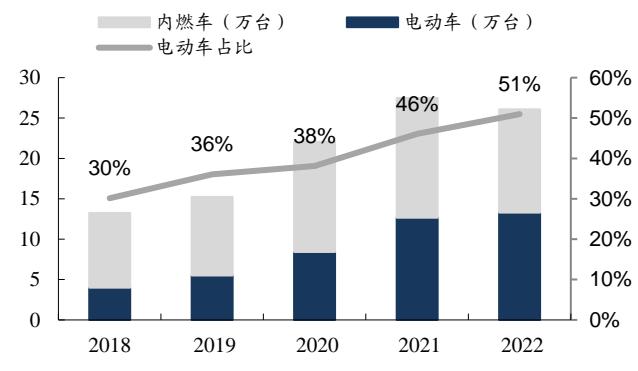
17.4%、13.3%，电动叉车毛利率显著高于内燃叉车。叉车行业电动化率为长期趋势，公司电动叉车占比仍有提升空间，带动毛利率上行。

图8：2019-2022H1公司各项业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

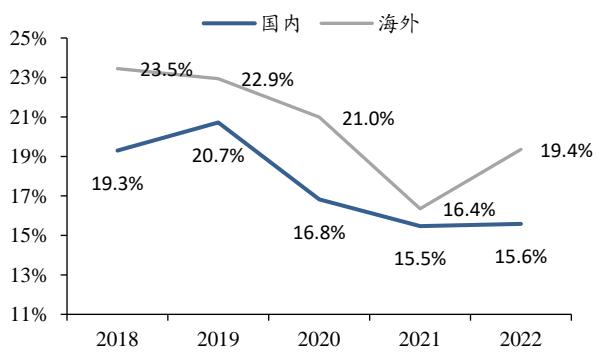
图9：2018-2022公司电动叉车销量占比持续提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

(2) 全球化推进，海外营收占比逐步提升。由于海外市场产品配置更高、客户价格敏感度低、竞争格局更为友好等，公司海外业务毛利率高于国内，2022年国内、海外毛利率分别为15.6%、19.4%。近年来，随公司的海外渠道建设完备、品牌影响力增强，以及行业锂电化助力弯道超车，公司海外营收高速增长，占比持续提升。2022年公司海外营收占比30%，同比增长10pct。展望未来，随公司海外布局深化，海外业务占比提升趋势有望延续。

图10：2018-2022年公司海外市场毛利率显著高于国内



数据来源：Wind，东吴证券研究所

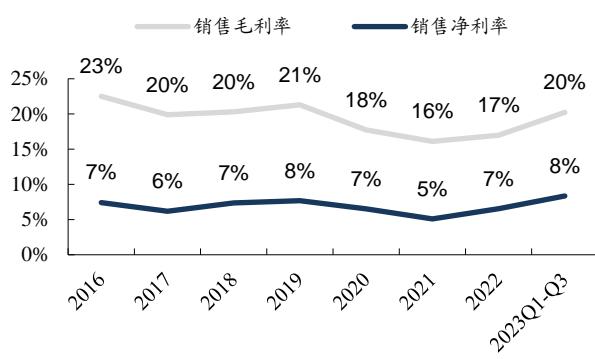
图11：2020-2022年公司海外市场收入占比稳步提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

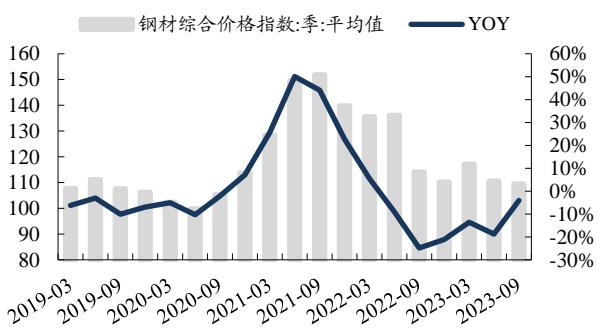
业务结构优化逻辑长期存在，公司盈利水平有望维持高位。受原材料价格上涨、三类车占比提升等影响，2020-2021年公司销售毛、净利率出现下滑。2022年起公司盈利能力逐步回升，2023年前三季度回到历史较高水平，销售毛利率、销售净利率分别为20.2%、8.4%。利润率回升主要系：(1)高毛利的电动叉车、海外业务收入占比提升。(2)全流程降本增效推进，费控能力增强。2022年期间费用率相较于2016年下降3.5pct。(3)原材料价格、汇率变动利好毛利率。中长期看，公司业务结构优化趋势延续，盈利水平有望维持较高水平。

图12: 2022年起公司毛利率和净利率回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2022Q2以来原材料钢材价格回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. “电动化+国际化”成为新增长点，叉车产业迎转型大势

2.1. 核心物料搬运机械，成长性强于周期性

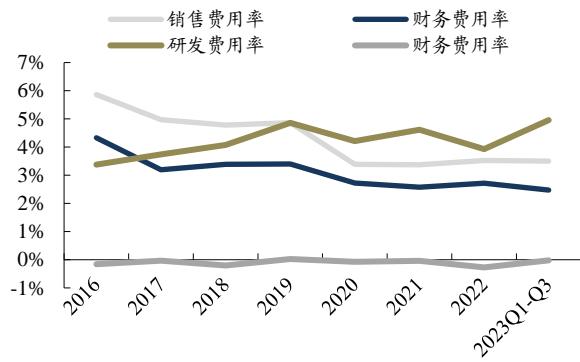
叉车为核心物料搬运机械，制造业、仓储物流为两大核心下游。叉车是对成件托盘货物进行装卸、堆垛和短距离运输作业的各种轮式搬运车辆，在货物搬运中起替代人工、降本增效的作用。叉车下游涵盖众多领域，其中制造业、物流业为行业两大核心下游，2022年占比超过60%，叉车行业销量也与PMI、仓储业指数、物流业指数相关性较强。

图16: 叉车的工作原理与应用场景



数据来源: 中国工程机械协会, 东吴证券研究所

图13: 2016-2023Q1-Q3公司期间费用率总体有所下降



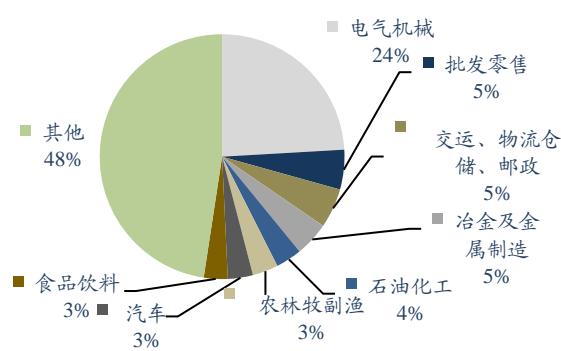
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2023年以来美元兑人民币汇率



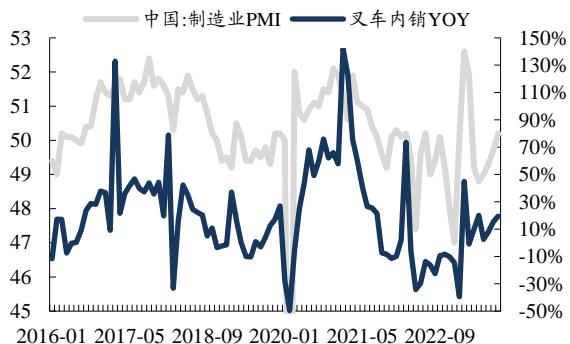
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 2022年叉车（不含III类）下游应用分布



数据来源: 中国工程机械协会, 东吴证券研究所

图18: 叉车销量与 PMI 指数相关性较强



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

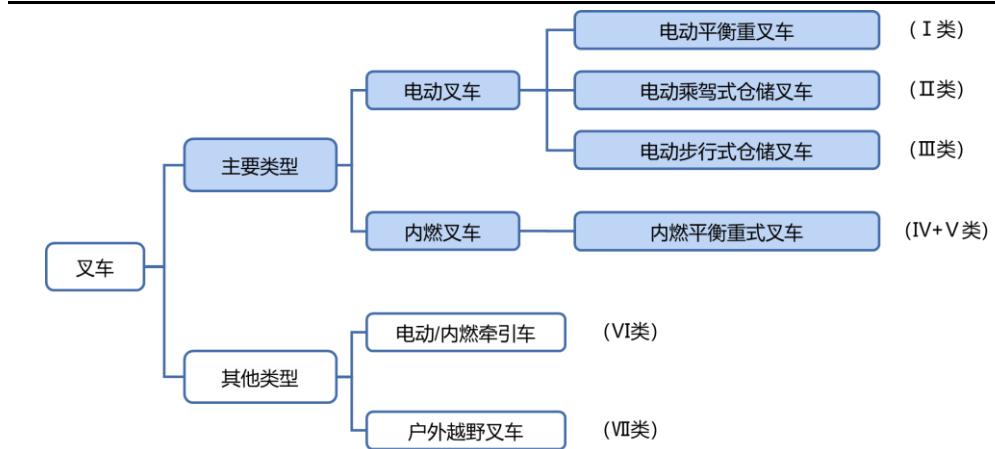
图19: 叉车销量与物流、仓储业景气度相关性较强



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

按应用领域和动力源, 叉车可分为内燃平衡重叉车(四/五类)、电动平衡重叉车(一类)、电动前移式叉车(二类)、电动步行式仓储叉车(三类)四大类。

图20: 按动力源和应用领域, 叉车可分为四大类



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

表2: 主流叉车的分类、特征和应用领域

国际分类	国内分类	动力源	载荷能力	均价(元)	结构特点	应用领域
IV+V类车	内燃平衡重叉车	内燃机	0-60 吨	6-7 万	有配重	广泛应用于工厂、仓库、港口、机场等需要装卸、堆垛、搬运货物的场所。
一类车	电动平衡重叉车	蓄电池	0-48 吨	12-14 万	有配重	和同级别内燃叉车一致。由于污染小、噪声低, 多应用于对环境要求较高的场所, 如医药、食品等行业
二类车	前移式叉车	蓄电池	0-3 吨	15-17 万	无配重	
三类车	电动步行式仓储叉车	蓄电池	0-3 吨	0.6-4 万	无配重, 相当于有电动助力的板车	仓库

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

平衡重叉车(一/四/五类车)贡献叉车市场规模超七成。从销量看, 低价值量的三类车主导叉车市场, 占比近一半。2022年全球叉车市场中, 一、二、三和四/五类车销量

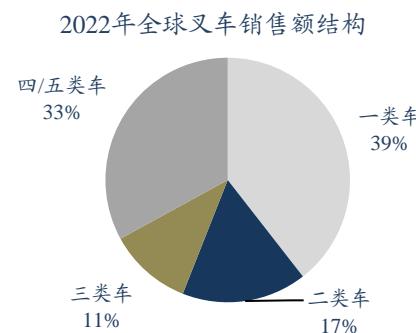
占比分别为 17%/7%/47%/29%。从价值量看，平衡重叉车贡献市场规模超七成，2022 年一类车、四/五类车市场规模占比分别为 39%、33%，为行业成长的实际驱动力。

图21：2022年三类车占全球叉车销量比重47%



数据来源：WITS，东吴证券研究所

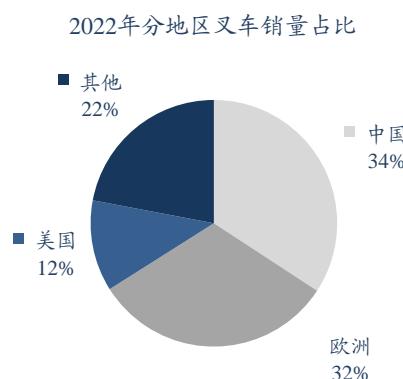
图22：2022年一/四/五类车占全球叉车市场规模72%



数据来源：WITS，东吴证券研究所测算

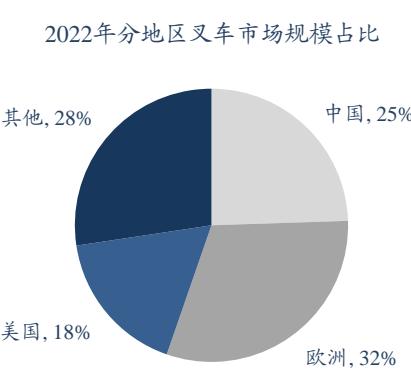
欧、美、中为叉车最大市场。叉车产业的成熟度与制造业、物流业发展程度相关，市场集中于发达国家和地区。近年来我国制造业和物流业高速发展，也成为叉车主要市场。根据我们测算，欧洲、中国、美国为全球前三大叉车市场，2022 年销量占比分别为 32%、34%、12%，市场规模占比分别为 32%、25%、18%。

图23：2022年全球叉车市场结构（按区域、销量）



数据来源：WITS，Wind，东吴证券研究所

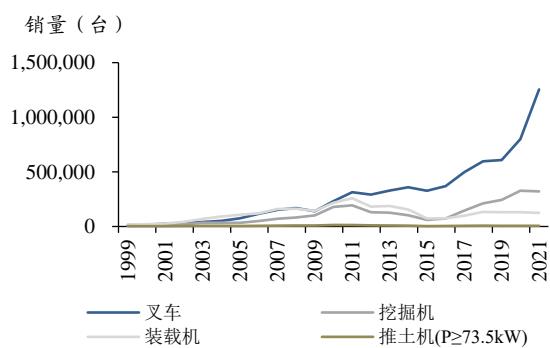
图24：2022年全球叉车市场结构（按区域、价值量）



数据来源：WITS，Wind，东吴证券研究所测算

叉车与传统工程机械逻辑不同，成长性大于周期性。叉车相较挖机、起重机等传统工程机械周期性较弱：1) **单车价值量低，回本周期短。**叉车单车价值量多为几万至十几万不等，1 台叉车即可节省 1 名制造业工人年薪，传统工程机械价值量几十万到几百万不等，回本周期较长。2) **下游分散：**叉车下游以制造业和仓储物流为主，需求随着经济增长和物流业发展持续增长。挖机、起重机下游以基建、地产为主，周期性较强。3) **电动化进展快：**叉车工况相对简单，充电更容易，对举升力要求也较低，随着电池技术成熟，电动化转型速度更快。当前电动化已成为行业核心驱动因素。**2013-2022 年全球叉车销量从 99 万台增长至 201 万台，复合增速 8%。**

图25：叉车周期性弱于传统工程机械



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

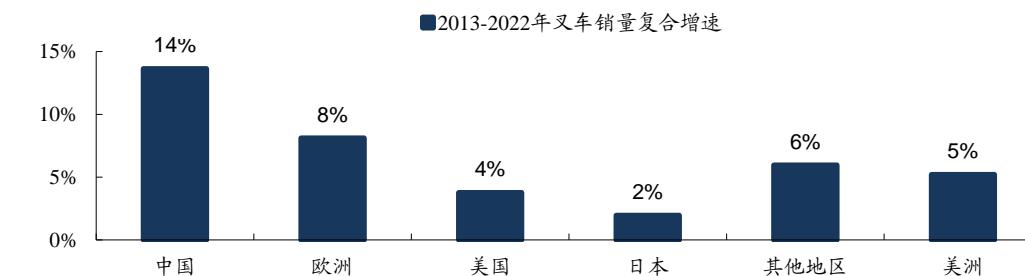
图26：2022年全球叉车销量201万台，十年CAGR 8%



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

海外市场发展成熟，增速稳定，中国市场贡献主要增长动力。海外叉车主要市场发展成熟，增速平稳，欧、美、日 2013-2022 年叉车销量复合增速分别为 8%、4%、2%。国内市场受益制造业、物流业快速发展和产业升级，同期复合增速 14%，全球领先。

图27：2013-2022年全球主要区域叉车销量复合增速

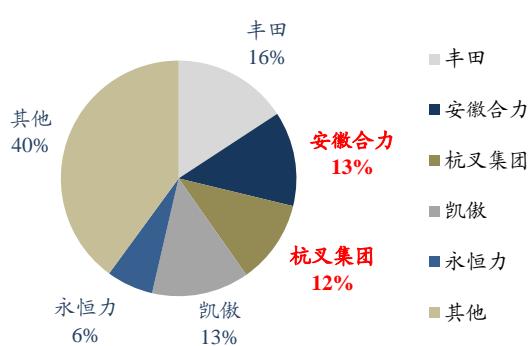


数据来源：WITS, Wind, 东吴证券研究所

2.2. 国内双寡头格局趋于稳定，海外份额提升空间广阔

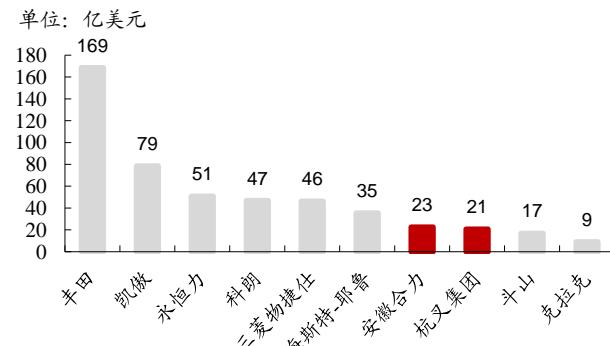
全球叉车市场已形成一超多强的稳定格局。叉车产业与工业发展高度相关。海外叉车的普及和应用较早，已培育出丰田、凯傲、永恒力等国际巨头。当前全球叉车市场已形成“一超多强”格局，2015-2022 年全球前十叉车厂排名无明显变动，竞争格局稳定。

图28：2022年全球叉车行业竞争格局（按销量）



数据来源：《MMH 现代物料搬运》，东吴证券研究所

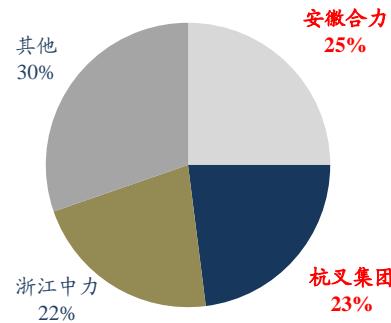
图29：2022年主要叉车厂商营收规模对比



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

国内叉车市场由安徽合力、杭叉集团双龙头主导，2021年合计份额近50%。国内叉车市场参与者众多，仅中叉网统计的主流整机厂就有38家。随着行业发展成熟，国内已形成杭叉集团、安徽合力双寡头格局。2021年合力、杭叉行业销量份额分别为25%、23%，合计份额近50%，剩下50%市场由中力、龙工、诺力等厂商分食。

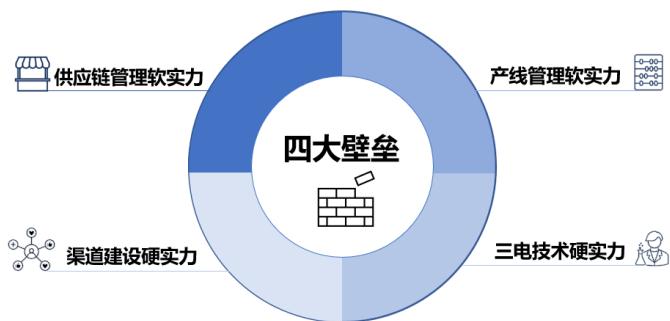
图30：2021年合力、杭叉行业销量份额分别为25%、23%



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

叉车行业具备四大壁垒，龙头软硬实力均具，先发优势显著：（1）**供应链管理软实力**：零部件种类多达2万个，供应商管理体系复杂。（2）**产线管理软实力**：叉车具备多规格、多品种、定制化的特点，实现高效生产需花很长时间打造生产线和供应链。（3）**渠道建设硬实力**：叉车的销售模式与传统工程机械不同，下游客户分散，销售模式以点对点现销为主，对销售渠道、营销网络、后市场服务要求高。（4）**三电技术硬实力**：环保政策收紧、三电技术成熟下，叉车电动化为必然趋势。龙头在产线建设、供应链管理、销售和后市场服务、电动化布局方面均具备先发优势，竞争实力持续增强。

图31：叉车行业具备四大核心壁垒

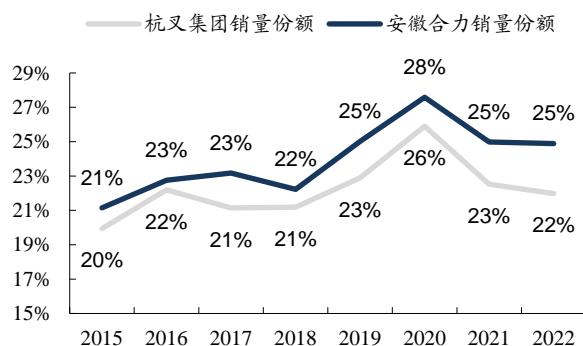


数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

国内格局趋于稳定，海外份额提升空间广阔。在国内市场，国产品牌凭借产业链、技术、品牌、后市场服务等优势抢占外资份额，外企叉车销量份额从2007年的20%下滑至2022年的8%。合力、杭叉竞争实力持续增强，2015-2022年合计销量份额从41%提升至47%。远期来看，在国内市场，双龙头先发优势显著，地位稳固。海外市场，国

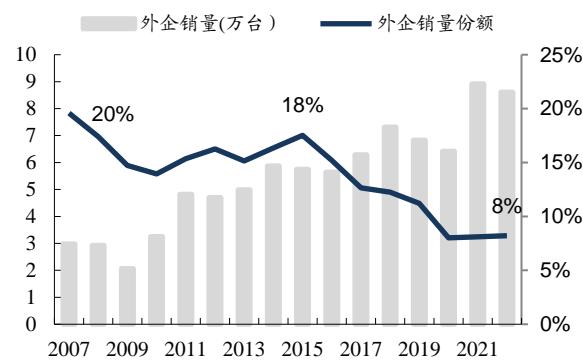
产品品牌具备交期、性价比优势，锂电技术有望弯道超车。2022年杭叉、合力收入体量仅约全球龙一丰田的15%、龙二凯傲的30%，随份额提升收入有望持续增长。

图32：2015-2021年杭叉集团和安徽合力国内销量份额
稳中有升，2022年合计份额达47%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33：外企销量份额逐年下降，从2015年的18%下滑至2022年的8%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 三大趋势看我国叉车产业成长性

叉车销量随制造业、物流业发展波动上行，电动化成为新驱动力。2012-2016年叉车销量随我国制造业、物流业平稳增长。2017年起，电池技术成熟、环保政策收紧，电动叉车销量持续高增。2017-2022年一/二/三/四五类叉车销量CAGR分别为19%/16%/30%/5%。其中，三类车主要替代板车，价值量低，电动化转型最为迅速，2022年销量占比达50%。

图34：叉车行业销量复盘：随制造业、物流业发展波动上行



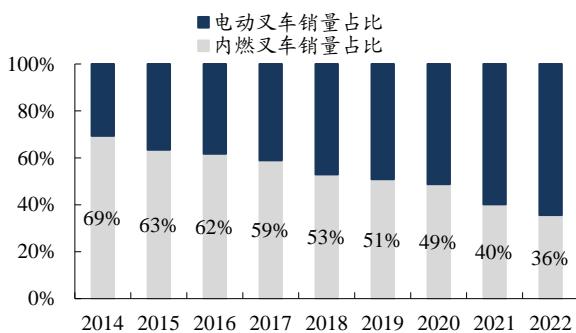
数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们判断我国叉车行业未来销量个位数波动，产业规模增速快于销量增长。经过数年三类车销量的快速增长，我们判断国内叉车行业销量盘子基本固定，未来行业销量主要源于平衡重叉车电动化转型和存量更新，对标海外成熟市场，有望维持个位数波动。行业增长的主要驱动力源于以下三方面：锂电化、全球化和后市场。

2.3.1. 电动化：锂电技术驱动渗透率提升，经济性+产业升级迎拐点

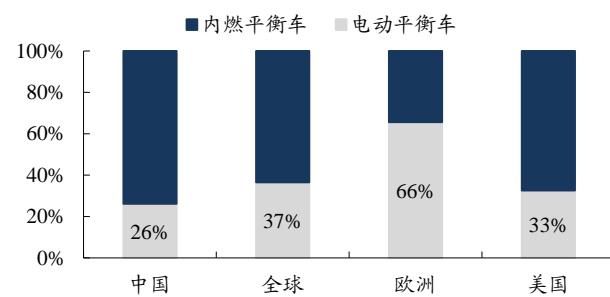
我国叉车电动化以低价值量机种为主，转型进度相对海外仍有差距。近年来我国电动叉车销量占比持续提升，2014-2022年内燃叉车销量占比从69%下滑至36%，但从价值量结构看，电动化机型以价值量低的三类车为主，价值量高、市场规模大的平衡重叉车电动化率仍然较低。2022年我国平衡重叉车电动化率仅26%，低于全球37%水平。

图35：2014-2022年我国内燃叉车销量占比从69%下滑至36%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

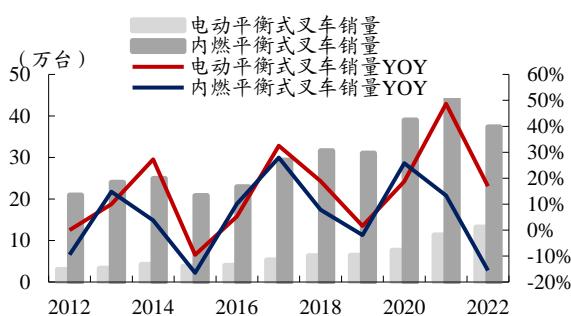
图36：2022年我国平衡重叉车电动化率仅26%，低于全球37%水平



数据来源：WITS，东吴证券研究所

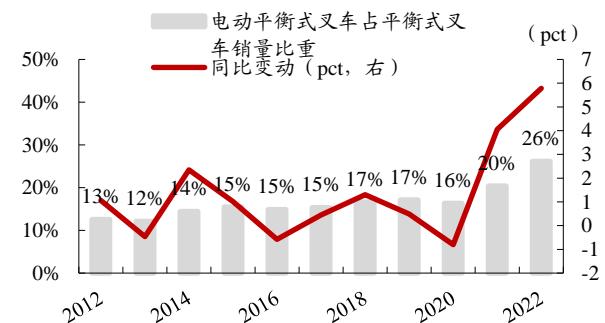
2020年我国叉车迎电动化转型拐点，锂电池技术突破成为叉车大规模电动化的契机。由于（1）电动叉车价格高于油车。（2）过去电动叉车主要使用铅酸电池，性价比等相对油车不明显。2012-2020年我国平衡式叉车电动化转型速度较慢，电动化率维持在15%左右。2018年起，杭叉、合力、诺力等国产龙头开始导入锂电池技术，电动叉车在安全性、适用性、性价比等方面均取得历史性突破，行业电动化转型加速。2020-2022年，电动平衡式叉车销量占比从16%迅速提升至26%。

图37：2021年起我国电动平衡叉车销量增速明显超过内燃平衡叉车



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图38：2022年我国电动平衡式叉车销量占比提升至26%，同比增长6pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图39：锂电叉车相对铅酸叉车优势明显

	铅酸叉车	锂电叉车
初始采购成本 (万元)	12	14
蓄电池八年充电费用	铅酸电池充满电消耗费用约 70 元。每台车 2 组铅电池，每天均需要完成饱和充电。 充电费用=70 元*2 组*24 天*12 月*8 年≈ 32 万元	锂电池每次饱和充电消耗费用为 36 元，每组锂电池每天完成 2 次饱和充电。 充电费用: 36 元*2 次*24 天*12 月*8 年≈ 16 万元
新电池购买成本	铅酸蓄电池: 2 万元/组*2 组=4 万元	锂电池: 5 万元/组*1 组=5 万元
蓄电池八年更新成本	2 次*2 万元/组*2 组=8 万元	0
电池维护成本	1000 元/年/组*2 组*8 年=1.6 万元	500 元/年/组*8 年=0.4 万元
八年设备+电池更新维保成本	54	35
有容排放	充电时释放酸雾，使用时排放氢气，有安全隐患	零排放，不产生任何有害气体
工作温度范围	负 20℃下的放电效率仅为 50%，当温度低至-40℃时，铅酸电池几乎无法放电	负 20℃时放电效率超过 80%，即使温度低至-40℃，其放电效率仍超过 60%
其他成本	充满电耗时 报度处理费用	8-10 小时 锂电池不属于危废，报废处理无需另外支付费用
	充电间维护成本	铅酸电池需要专业充电间充电，充电间需要通风、防 腐蚀等，每年均需要一定的维护费用。 无需充电间

数据来源：高工锂电，东吴证券研究所测算

锂电叉车相对内燃叉车更具经济性，锂电化为必然趋势。以 3 吨叉车为例，按照工作时间 2000 小时/年计算，三年内锂电叉车的使用+购买成本将低于内燃叉车。

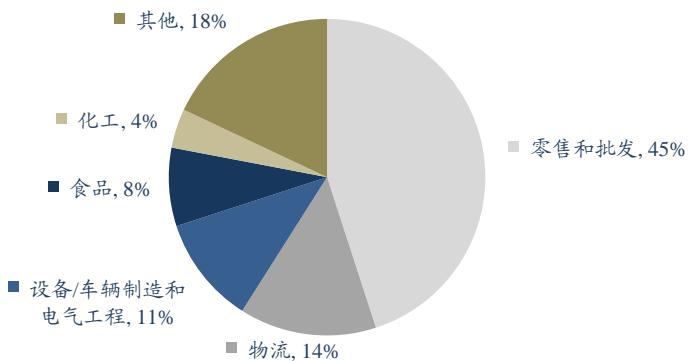
图40：锂电叉车经济性显著强于内燃叉车（以 3t 叉车为例）

	锂电池叉车	内燃叉车
采购单价 (元)	120000	60000
每小时耗电/油耗	3 度	3L
电价/油价	1 元/度	8 元/L
每小时成本 (元)	3	24
每年工作时长 (小时)	2000	2000
每年能耗成本 (元)	6000	48000
维护间隔时间 (小时)	-	400
单次维保费用 (元)	-	400
每小时维保成本 (元)	-	1
每年维保成本 (元)	-	2000
一年总成本 (元)	126000	110000
两年总成本 (元)	132000	160000
五年总成本 (元)	150000	310000

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

智能仓储物流与自动化工厂发展，助力电动叉车需求持续增长。除经济性外，产业结构是影响叉车电动化转型的因素之一。电动叉车具备污染小、噪声低的优点，广泛应用于对环境要求较高的室内。2021 年海外叉车龙头永恒力的收入结构中，零售与批发 (45%)、物流 (14%)，而我国叉车下游仍以传统制造业和物流业为主，交通物流 (20%)、电气机械/汽车/电子设备生产 (27%) 占大头。随着我国产业结构升级、现代仓储物流业发展、室内工厂自动化率提升，电动叉车需求将持续增长。

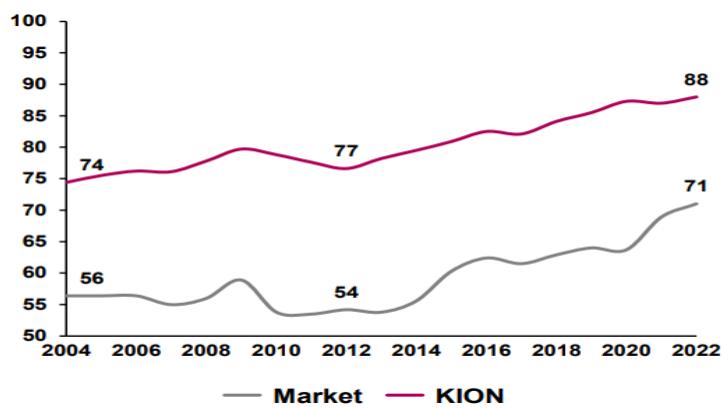
图41：2021年永恒力收入结构中，零售与批发占比达45%



数据来源：永恒力年报，东吴证券研究所

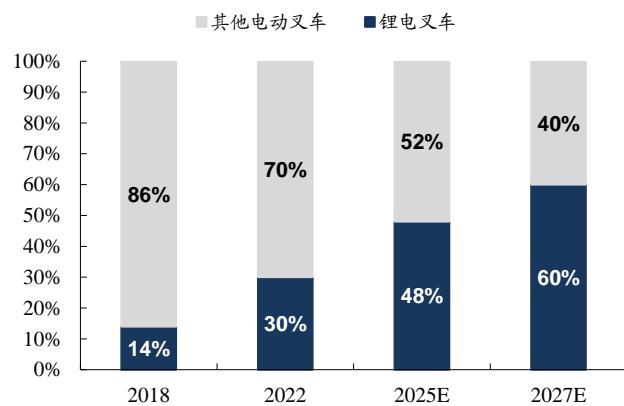
海外电动化转型早于国内，但锂电化仍处起步期。如前文所述，锂电叉车相对铅酸叉车、内燃叉车经济性明显，更加环保，叉车锂电化率有望持续提升。当前头部叉车厂均有布局锂电产品，锂电化已成为全球趋势。全球龙二凯傲预计 2022 年全球电动叉车锂电化率约 30%，5 年将翻倍至 60%，龙三永恒力计划到 2025 年全产品锂电化率达到 70%。

图42：2022年全球及KION电动叉车占比分别达71%、88%



数据来源：凯傲官网，东吴证券研究所

图43: 凯傲预计 2022 年全球电动叉车锂电化率约 30%，2027 年翻倍至 60%



数据来源: KION, 东吴证券研究所

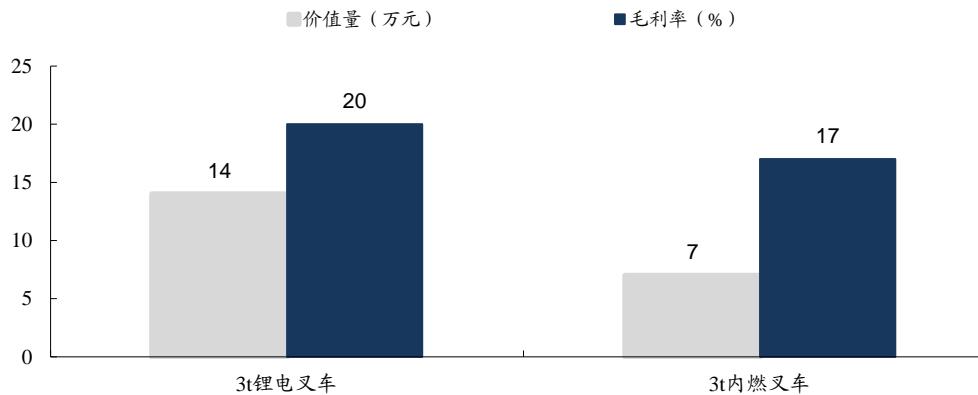
图44: 永恒力计划 2025 年叉车锂电化率达 70%



数据来源: 永恒力官网, 东吴证券研究所

锂电叉车价值量、毛利率更高，产业结构将持续优化。根据我们的产业链调研，2022 年同吨位的锂电叉车价值量约为内燃叉车的两倍，毛利率高于内燃叉车 2-3pct。预计随锂电叉车销量占比提升，叉车产业结构优化，毛利率中枢有望上移。

图45: 2022 年锂电叉车价值量、毛利率均高于内燃叉车



数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

2.3.2. 全球化: 2022 年海外叉车设备市场超千亿，国产双龙头份额不足 10%

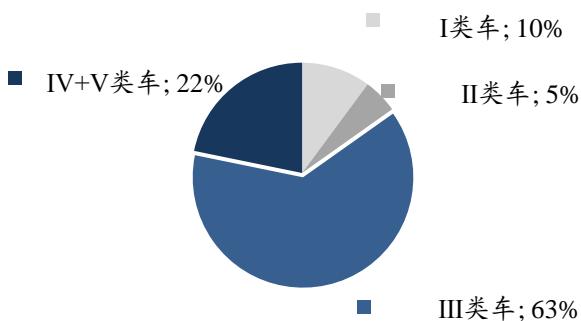
国产叉车出口以低价值量三类车为主，龙头实际份额很低。从销量上来看，2016-2022 年国产叉车出口销量快速提升，同期年复合增长率达 23%，2022 年出口销量达 36 万台，海外销量份额随之提升至 19%，相较于 2016 年提升 10pct，出口势头强劲。但从价值量上来看，我国出口叉车以低附加值的三类车为主，2021 年三类车出口占比高达 63%，2022 年合力、杭叉双龙头海外市场份额合计不足 10%，远低于销量份额，出口结构仍待优化。

图46: 2016-2022年国产叉车出口销量 CAGR 达 23%



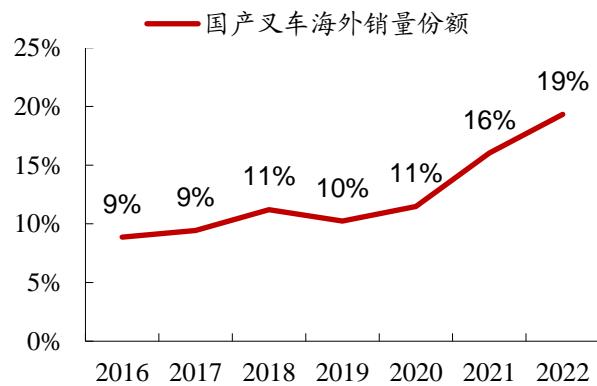
数据来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图48: 2021年我国出口叉车中三类车占比达 63%



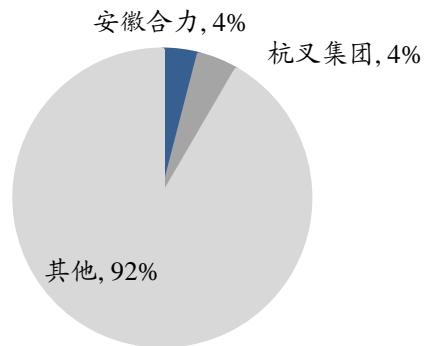
数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图47: 2022年国产叉车海外销量份额提升至 19%



数据来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图49: 2022年合力、杭叉合计海外份额不足 10%



数据来源: Wind, WITS, 东吴证券研究所

我们测算 2022 年全球叉车整机市场规模约 1600 亿元人民币，其中国内约 400 亿元，海外约 1200 亿元，国产双龙头海外份额合计仅 8%，提升空间广阔。

核心假设: (1) 海外叉车配置高于国内，且具备品牌溢价。我们参考海外叉车厂单车均价，参考海斯特耶鲁均价 18 万元 (48%油车*12 万+12%三类车*1 万+40%一二类车*28 万)，谨慎预计 1-5 类车海内外价差分别为 40%/50%/5%/50%。(2) 全球叉车销售总量基本稳定，2021-2025 年全球叉车销售复合增速约 3%。

图50: 海内外叉车市场空间测算 (2021-2025E)

		2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021-2025CAGR
全球叉车销量 (万台)		198	201	207	213	220	2.7%
YOY		25%	1%	3%	3%	3%	
全球叉车市场规模 (亿元)		1534	1595	1661	1727	1806	4.2%
平均单价 (万元)		7.8	8.0	8.0	8.1	8.2	
销量占比	一类车	15%	17%	18.2%	20.0%	22.0%	
	二类车	7%	7%	6.8%	6.6%	6.5%	
	三类车	46%	47%	45.9%	45.1%	44.1%	
	四/五类车	32%	29%	29.1%	28.3%	27.4%	
海外叉车销量 (万台)		119	132	134	137	140	4.1%
YOY		24%	11%	2%	2%	2%	
海外叉车市场规模 (亿元)		1125	1205	1237	1274	1316	4.0%
平均单价 (万元)		9.4	9.1	9.2	9.3	9.4	
销量占比	一类车	18%	18%	20%	21%	23%	
	二类车	11%	10%	9%	9%	9%	
	三类车	45%	47%	46%	45%	44%	
	四/五类车	27%	25%	25%	25%	24%	
国内叉车销量 (万台)		78	69	73	76	80	0.5%
YOY		27%	-12%	6%	5%	5%	
国内叉车市场规模 (亿元)		409	391	424	454	490	4.6%
平均单价 (万元)		5.2	5.7	5.8	5.9	6.1	
销量占比	一类车	10%	14%	16%	18%	21%	
	二类车	1%	2%	2%	2%	2%	
	三类车	48%	47%	46%	45%	44%	
	四/五类车	40%	37%	37%	35%	33%	
安徽合力	海外收入	30	46	-	-	-	
	国内收入	123	109	-	-	-	
	海外份额	3%	4%	-	-	-	
	国内份额	30%	28%	-	-	-	
杭叉集团	海外收入	30	50	-	-	-	
	国内收入	105	86	-	-	-	
	海外份额	3%	4%	-	-	-	
	国内份额	30%	28%	-	-	-	

数据来源: Wind, WITS, 东吴证券研究所测算

国产品牌具备性价比、交期、锂电产业链领先三大优势，海外有望弯道超车。

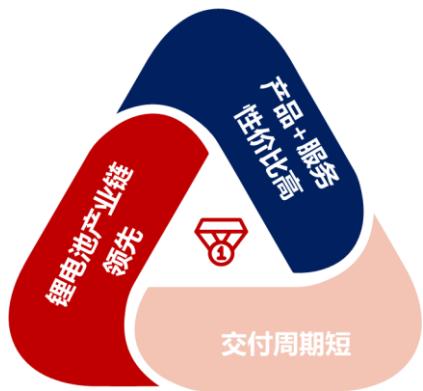
(1) 国产叉车性价比高于海外，具备价格优势。根据我们的产业链调研，海外叉车锂电化程度不高，国产锂电叉车综合使用成本显著高于海外铅酸电池叉车。此外，由于国产叉车尚处品牌推广阶段，叉车厂通常在售后服务方面提供优惠。

(2) 国产叉车交付周期短。国产叉车供应链效率更高，根据我们的产业链调研，海

外叉车厂交期 4-6 个月，为国产叉车交付周期两倍。

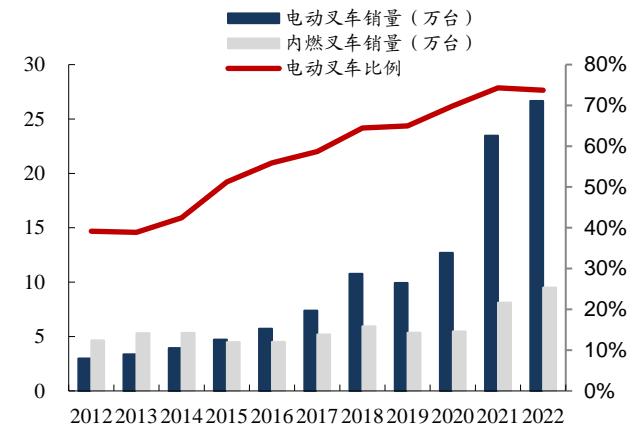
(3) 中国叉车企业布局电动化具有锂电池产业链优势。我国锂电产业链完整、高性价比，占据全球主导地位，且国产企业锂电技术储备充足，出口叉车电动化率迅速提升至 2022 年的 74%，未来有望充分受益于叉车锂电化浪潮，重塑全球竞争格局。

图51：国产叉车出海具备三大优势



数据来源：东吴证券研究所整理

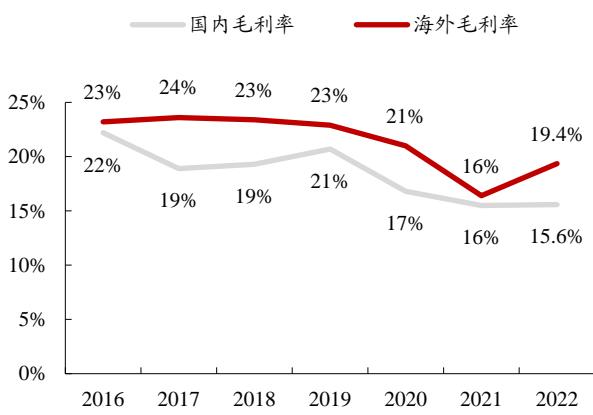
图52：我国出口叉车电动化率迅速提升，2022 达到 74%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

外销产品价值量、毛利率优于国内，有望带来利润率中枢上移。外销产品盈利能力更强，主要系，(1) 产品配置更高端：外销产品对标海外竞争对手，以高端型、电动化产品为主，且海外锂电替代铅酸趋势明显，产品附加值更高；(2) 竞争格局更为友好：海外市场竞争激烈程度低于国内市场，叉车企业定价更高，毛利率、价值量优于国内。以安徽合力、杭叉集团为例，2022 年外销毛利率较内销分别高 4pct、13pct。预计随未来海外市场逐步开拓，国产叉车企业盈利能力将进一步增厚。

图53：2022 年安徽合力外销毛利率高于内销毛利率 4pct



数据来源：公司官网，Wind，东吴证券研究所整理

图54：2022 年杭叉集团外销毛利率高于内销毛利率 13pct



数据来源：公司官网，Wind，东吴证券研究所

2.3.3. 后市场：市场规模不输设备，利润率高于整机

后市场业务规模不输设备，利润率可观。根据我们的产业链调研，叉车后市场服务市场规模（包括零部件、维修维保和租赁）和设备市场规模体量接近，利润率远高于设备销售。海外龙头如永恒力、三菱物捷仕 2022 年后市场与租赁业务收入占比分别达 41%、36%，为重要收入来源。国内叉车企业后市场服务占比相对较低，合力 2022H1 仅达 18%。随国产品牌出海，设备保有量提升，后市场业务有望为国产龙头贡献业绩增量。

图55：2022 年永恒力后市场与租赁业务收入占比达 41%

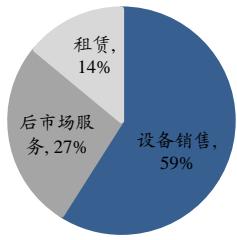
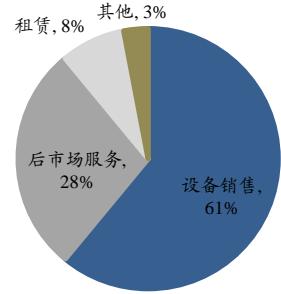


图56：2022 年三菱物捷仕后市场与租赁业务收入占比达 36%



数据来源：公司官网，Wind，东吴证券研究所

数据来源：公司官网，Wind，东吴证券研究所

3. 厚积薄发、顺势而为，看好公司中长期成长性

3.1. 产品布局完善+扩产推进，电动化进入红利兑现期

电动化技术全球领先，产品谱系持续丰富。经过 60 多年发展，合力在技术、产品等方面积累了丰富经验，综合竞争力业内领先。当前叉车行业正经历电动化转型大势，公司顺势而为，已推出锂电池、铅酸电池及氢燃料电池等系列产品，吨位覆盖 0.6-18 吨。

表3：公司具备多项电动叉车核心技术，并已实现应用化落地

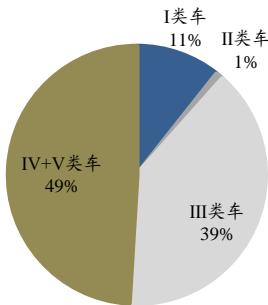
核心技术	应用产品	所处阶段
合力电动叉车主动安全系统	电动叉车	小批量生产
永磁同步磁阻电机技术研究	G2 系列同步磁阻电机锂电专用车	样机开发
转向变频技术	G2 系列 8-25 吨锂电池牵引车	批量生产
重型牵引车制动技术	G2 系列 20-30 吨锂电池牵引车	批量生产
叉车半车身式轻量化技术	G2、G3 系列电动叉车	批量生产
电动车辆高性能桥模块化技术	G2、G3 系列电动叉车	批量生产
多级门架切换平稳切换技术	锂电专用 2-3.8t 叉车	批量上市

数据来源：可转债募集说明书，东吴证券研究所

电动化已成为业绩驱动力之一，平衡重车转型仍有较大提升空间。2022 年公司叉车销量电动化率已超过 50%，一/二/三类车销量同比增速分别达 22%/18%/1%，均超行业同车型增速 17%/13%/-1%，转型速度快于行业。电动化已成为驱动公司业绩增长的核心

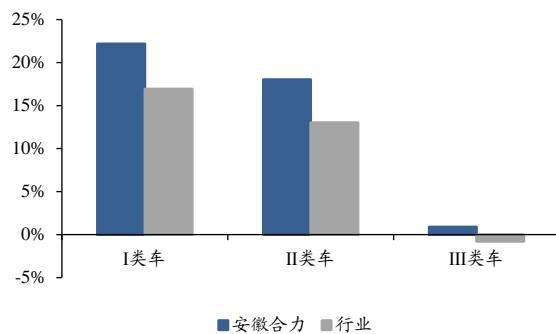
动力之一。当前低价值量的三类车占比仍然较高，价值量、毛利率更高的平衡重车电动化率仍有提升空间，产品结构还有待进一步优化。

图57：2022年公司电动叉车（I+II+III类车）销量占比达51%



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

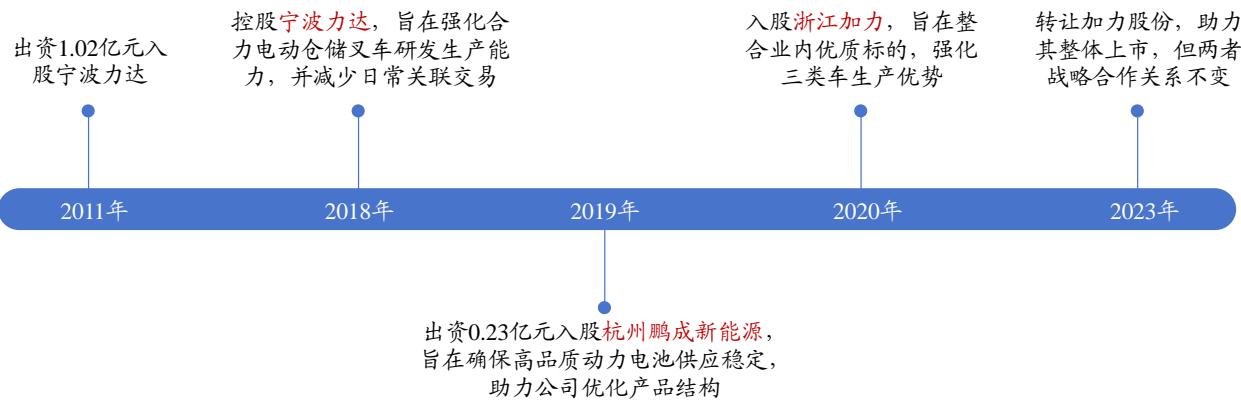
图58：2022年公司一/二/三类车同比增速均超行业



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

整合优质资产以加速电动化进程，产业链合作增强竞争优势。公司于2011年、2020年入股宁波力达、浙江加力，两者均为业内领先的电动仓储叉车制造商，其中宁波力达2020年国内市占率达12.8%，增强了公司三类车生产能力，并协同发挥企业间渠道、研发及产业链配套等多方面的优势。同时，公司通过产业链合作，布局上游最核心的电池包环节，于2019年入股鹏成新能源，其主营非道路移动机械的动力电池系统，并由宁德时代提供电芯、模组等核心部件及技术支持，助力确保动力电池的稳定供应。

图59：公司整合多项业内优质资产，以加强电动叉车生产能力



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

可转债项目加码电动化，为远期成长备足弹药。公司于2022年发行20.5亿“合力转债”，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，旨在破除新能源叉车产能瓶颈和提高通用关键零部件的配套供给能力，实现强链、补链、延链及固链，进一步巩固公司竞争优势。新产能落地将为公司成长性提供保障。

图60：2022年安徽合力可转债募投项目

项目	产品	投资总额（亿元）	建设期	产能	IRR
新能源车辆建设项目	电动托盘车、堆垛车	3.01	2020.10-2023.09	4万台	12.10%
	2-3.5吨整体式制动鼓轮毂				
	1-3.5吨差速器壳体			14.5万台	
	1-3.5吨驱动桥壳				
智能工厂二期项目	叉车	3.60	2020.12-2023.05	1万台	16.63%
	桥箱总成			3万台	
南方智造基地项目	叉车	6.65	2022.06-2025.05	6万台	13.45%
高端铸件基地项目	叉车配重	10.01	分三期实施，每期建设24个月	20万吨	12.58%
	箱桥壳体				
	工业车辆配件等铸件				
新液力基地项目	油缸	10.98	分二期实施，每期建设24个月	200万根	9.08%
	液力变矩器			20万台	
合计		34.26			

数据来源：可转债募集说明书，可转债跟踪评级，东吴证券研究所

3.2. 渠道深化+产品本地化推进，份额提升助力出口高增

全球化布局持续完善，海外渠道建设持续深化。公司产品销往全球150多个国家和地区，已建立欧洲、欧亚、东南亚、北美、中东五大海外中心和80多家代理机构。由于海外叉车市场空间广阔、2022年合力在海外市占率仅5%，为进一步增强全球影响力，扩大海外覆盖面，公司于2023年新设南美、澳洲两大海外中心，参考投产的五大海外中心对出口的支撑作用，预计随两大中心投入运营，未来出口业绩将大幅增长。

图61：公司已建立五大海外中心，2023年新建合力南美、澳洲公司



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

采取针对性的产品销售策略，最大化运营效率。考虑到不同国家客户对叉车的需求不同，公司将海外市场分层，进行本地化产品研发，并实行差异化的销售战略。该策略为公司打开海外市场打下坚实基础。

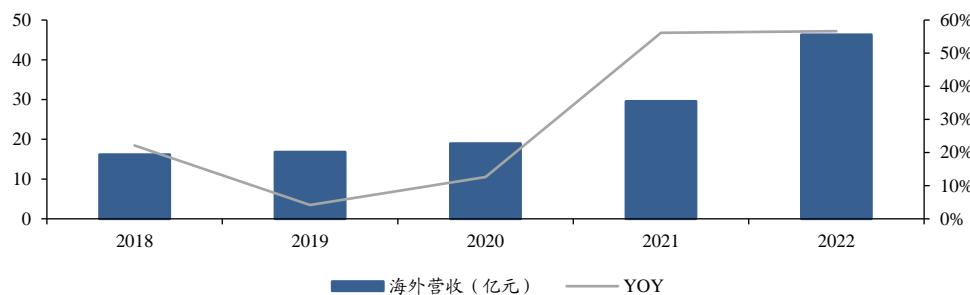
表4：公司针对不同市场采取差异化销售战略

市场	主要国家	市场特点	对应产品
高端	墨西哥、加拿大、美国、英国、法国、德国、日本、韩国、新加坡等	市场相对成熟，产品需求标准偏高，环保要求严格，数字化、智能化需求多	欧五排放产品；新能源车辆；AGV车辆；合力G系列产品等
中端	巴西、澳大利亚、新西兰等	市场成熟度一般；产品需求标准中等，特殊要求偏多，需要定制；市场价格敏感度较高	合力H3系列产品（内燃、新能源、铅酸电池等配置）等
低端	印度、南非等	市场处于初期；产品基本满足使用需求即可。市场价格最敏感	合力H2000系列；合力K2系列产品等

数据来源：CNKI，东吴证券研究所

海外布局进入收获期，出口增长可持续。2021 年起公司海外营收开始高速增长，营收占比持续提升，我们判断系（1）前期渠道建设进入收获期，（2）叉车产业锂电化转型助力国产品牌弯道超车。当前公司仍持续加大海外市场投入，海外营收增长有望持续。

图62：2018-2022 年公司海外收入 CAGR 达 30%

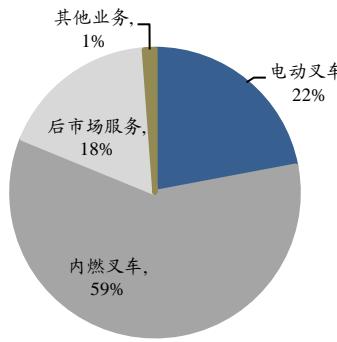


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 后市场业务潜力大，有望打开远期成长空间

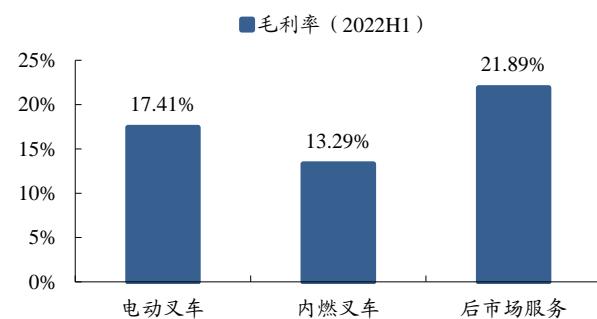
后市场业务利润率高，当前收入占比较小。2022 上半年公司后市场服务收入占比仅 18%，显著低于外资龙头。但毛利率达 22%，比电动叉车/内燃叉车毛利率分别高 4pct、9pct，盈利能力更强。随叉车保有量提升，后市场业务铺开，公司业务结构有望优化，打开远期成长空间。

图63：2022 上半年公司后市场业务仅占收入比重 18%



数据来源：可转债募集说明书，东吴证券研究所

图64：公司后市场业务毛利率显著高于整机销售



数据来源：可转债募集说明书，东吴证券研究所

公司的后市场业务发展主要与客户消费习惯、下游设备保有量和渠道布局相关。展望未来，公司国内市场准备充分：（1）合力数十年稳居国内龙头地位，设备保有量大，（2）已建立 25 家省级营销机构和近 500 家二、三级营销服务网络，渠道颗粒度细化到县级。（3）2016 年与永恒力合作成立租赁子公司，租赁业务持续发展。海外市场前景广阔：海外客户有原厂维修习惯，后市场业务开展环境更为友好，但公司设备保有量较低，且渠道还有待下沉和深化。未来随公司海外布局加强，远期成长空间有望打开。

4. 盈利预测与投资评级

核心假设与盈利预测：

- 1) **叉车**：叉车行业短期受益制造业、物流业复苏，中长期受益电动化转型、国产品牌出海和后市场服务崛起。公司为行业龙头，综合实力强劲，业绩有望稳步增长。我们预计公司 2023-2025 年叉车板块收入分别为 182/206/233 亿元，同比增长 17%/13%/13%，毛利率随产品结构优化稳步提升，分别为 19.1%/19.3%/19.8%。
- 2) **其他业务**：公司其他业务体量小且相对稳定，我们预计公司 2023-2025 年其他业务维稳于 1 亿元，毛利率稳定于 8%。

图65：安徽合力 2021-2025E 收入拆分表

单位：亿元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
叉车	127	153	155	182	206	233
YOY	26%	20%	2%	17%	13%	13%
毛利率	17%	16%	17%	19%	19%	20%
I类车	0	32	43	60	78	100
YOY	-	0%	35%	40%	30%	27%
毛利率	0%	18%	18%	23%	23%	23%
II类车	0	2	3	6	8	12
YOY	0%	0%	26%	96%	47%	47%
毛利率	-	0%	26%	96%	47%	47%
III类车	0	10	12	13	14	15
YOY	-	0%	21%	4%	6%	7%
毛利率	0%	14%	15%	15%	15%	15%
IV+V类车	0	108	97	103	106	107
YOY	0%	0%	-10%	6%	3%	1%
毛利率	0%	15%	16%	17%	17%	17%
其他业务	1	2	1	1	1	1
YOY	135%	18%	-16%	0%	0%	0%
毛利率	14%	5%	8%	6%	8%	8%
营业总收入	128	154	157	183	207	235
YOY	26%	20%	2%	17%	13%	13%
归母净利润	7.3	6.3	9.0	12.8	15.3	18.8
YOY	12%	-13%	43%	42%	20%	23%
销售毛利率	17.7%	16.1%	17.0%	19.1%	19.3%	19.8%
归母净利润率	5.7%	4.1%	5.8%	7.0%	7.4%	8.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

综合以上分析，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 12.8/15.3/18.8 亿元，同比增长 42%/20%/23%，当前市值对应 PE 为 10/8/7 倍。可比公司选取国产叉车龙头杭叉集团、诺力股份。考虑到公司市场地位稳固，业绩增速稳健，持续受益下游制造业复苏、电动化转型下国产品牌海外弯道超车，维持“买入”评级。

表5：可比公司估值表（2023/12/21）

代码	公司	货币	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
603298.SH	杭叉集团	人民币	212	9.9	16.3	19.4	22.9	21	13	11	9
603611.SH	诺力股份	人民币	47	4.0	5.0	6.3	8.1	12	9	8	6
平均								17	11	9	8
600761.SH	安徽合力	人民币	120	9.0	12.8	15.3	18.8	14	10	8	7

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：安徽合力、杭叉集团为东吴预测，诺力股份为 Wind 一致预测

5. 风险提示

市场竞争加剧风险。工业车辆行业竞争激烈，产品同质化现象较为严重，进入壁垒相对低。目前国内市场由安徽合力、杭叉集团双龙头主导，若未来其他工程机械主机厂进入该行业，竞争格局可能会恶化。面对国内外企业的激烈竞争，公司必须在优势产品上持续保持核心竞争力，并及时调整产品结构和营销策略，否则有市场份额下降的风险。

原材料价格波动风险。原材料成本的波动与公司盈利具有较大相关性，2021 年以来，钢材等原材料价格大幅上行，对公司盈利水平造成一定负面影响。若未来地缘政治等因素再次导致原材料价格大幅上涨，将会给公司的生产经营和盈利情况带来负面影响。

宏观经济波动风险。公司产品广泛适用于国民经济的各个部门，下游市场涉及制造业、交通运输业、仓储业、邮政业、批发和零售业等多种行业，与宏观经济的整体运行密切相关。而全球政治经济形势复杂多变，国内外新冠疫情不断出现反弹、多次爆发，在一定程度上影响到全球供应链、交通运输及物流等。若宏观经济波动，工业车辆行业景气度不及预期，不利于公司经营稳定性。

汇率波动风险。公司国际化发展步伐加快，产品海外市场销售规模逐年提升，业绩受汇率波动的影响越来越大。若未来汇率出现明显波动，公司未提前采取锁汇等措施控制风险，业绩波动性将明显增强。

安徽合力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,963	13,530	15,430	18,651	营业收入	15,673	18,278	20,726	23,464
货币资金及交易性金融资产	6,813	8,857	10,261	12,731	营业成本(含金融类)	13,010	14,790	16,736	18,815
经营性应收款项	1,921	2,306	2,547	2,954	税金及附加	93	114	130	147
存货	2,097	2,249	2,479	2,837	销售费用	552	640	705	798
合同资产	0	0	0	0	管理费用	426	457	518	587
其他流动资产	133	118	143	129	研发费用	616	731	788	845
非流动资产	3,811	3,681	3,545	3,405	财务费用	(43)	0	0	0
长期股权投资	403	403	403	403	加:其他收益	48	48	55	62
固定资产及使用权资产	2,174	2,044	1,909	1,769	投资净收益	73	76	86	98
在建工程	271	271	271	271	公允价值变动	41	0	0	0
无形资产	495	495	495	495	减值损失	(34)	(15)	(13)	(10)
商誉	56	56	56	56	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	15	15	15	15	营业利润	1,146	1,655	1,978	2,423
其他非流动资产	397	397	397	397	营业外净收支	18	0	0	0
资产总计	14,774	17,211	18,976	22,057	利润总额	1,165	1,655	1,978	2,423
流动负债	3,885	4,866	4,891	5,841	减:所得税	139	199	238	291
短期借款及一年内到期的非流动负债	837	837	837	837	净利润	1,025	1,456	1,740	2,132
经营性应付款项	2,479	3,275	3,235	4,083	减:少数股东损益	121	175	209	256
合同负债	241	444	469	527	归属母公司净利润	904	1,281	1,531	1,876
其他流动负债	328	311	350	394					
非流动负债	3,509	3,509	3,509	3,509	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.22	1.73	2.07	2.53
长期借款	1,500	1,500	1,500	1,500					
应付债券	1,732	1,732	1,732	1,732	EBIT	1,000	1,604	1,913	2,341
租赁负债	66	66	66	66	EBITDA	1,255	1,834	2,148	2,581
其他非流动负债	212	212	212	212					
负债合计	7,394	8,376	8,401	9,350	毛利率(%)	16.99	19.08	19.25	19.81
归属母公司股东权益	6,774	8,055	9,587	11,463	归母净利率(%)	5.77	7.01	7.39	7.99
少数股东权益	605	780	989	1,244					
所有者权益合计	7,379	8,835	10,575	12,707	收入增长率(%)	1.66	16.62	13.39	13.21
负债和股东权益	14,774	17,211	18,976	22,057	归母净利润增长率(%)	42.62	41.70	19.52	22.51

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	770	2,119	1,468	2,522	每股净资产(元)	8.73	10.46	12.53	15.06
投资活动现金流	(1,275)	(24)	(14)	(2)	最新发行在外股份 (百万股)	740	740	740	740
筹资活动现金流	2,380	(50)	(50)	(50)	ROIC(%)	9.01	11.53	12.16	13.05
现金净增加额	1,872	2,045	1,404	2,470	ROE-摊薄(%)	13.35	15.90	15.97	16.37
折旧和摊销	255	230	235	240	资产负债率(%)	50.05	48.67	44.27	42.39
资本开支	(674)	(100)	(100)	(100)	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.26	10.06	8.42	6.87
营运资本变动	(421)	444	(484)	188	P/B (现价)	2.00	1.67	1.39	1.16

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

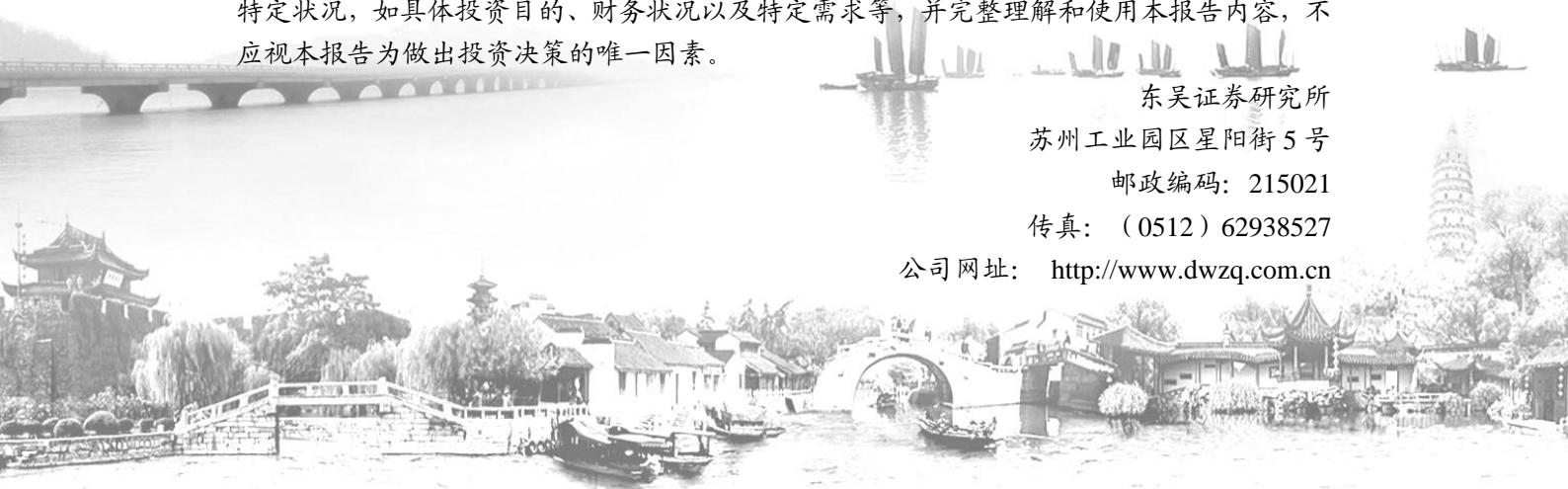
公司投资评级:

- 买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;
- 增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;
- 中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;
- 减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;
- 中性: 预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;
- 减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>