



安徽合力 (600761.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

把握电动化浪潮，全球竞争力提升

公司简介

公司是由安徽省国资委控股的我国叉车行业领军企业，销量连续多年排名全国第一，全球排名第七。受益于叉车电动化、国际化趋势加速以及公司盈利能力提升，1Q24，公司收入 43.05 亿元、同比增长 2.5%，归母净利润 3.9 亿元，同比增长 48.27%。

投资逻辑

叉车行业：电动化+国际化趋势持续，助力我国叉车企业进一步崛起。 (1) 电动化：我们测算，23 年我国平衡重叉车电动化率仅 31%，低于欧洲 64%、全球 37% 水平。锂电叉车替代铅酸和内燃叉车优势明显，加速我国叉车电动化转型升级。(2) 国际化：我们测算，23 年全球叉车市场约 1559 亿元，其中海外约 1152 亿元，国内约 407 亿元。我国叉车市场由安徽合力、杭叉集团双寡头垄断，23 年两家合计国内份额 51%、海外份额 11%。国产叉车具有交期短、价格好的优势，我国叉车企业凭借锂电叉车差异化产品以及不断完善的海外渠道布局，有望在全球市场弯道超车。电动叉车、出口叉车产品单价和盈利能力较高，因而叉车电动化升级以及国际化开拓有望带动我国叉车产业发展提速。(2) 国内需求或进入复苏通道：叉车作为搬运工具、本质是机器人，成长大于周期，下游需求与制造业和物流业景气度高度相关。3 月，中美 PMI 均重回荣枯线以上，有望开启全球制造业共振上升，带动叉车需求进入景气通道。

把握电动化浪潮，全球竞争力提升。 公司作为叉车行业绝对龙头，一直推行电动化、全球化战略。(1) 电动化：持续加大电动叉车研发投入，掌握锂电叉车核心技术、且持续加强与上下游产业链合作，公司高附加值的 I 类车销量快速增长，23 年公司电动叉车销量占比达 57%、收入占比达 31%。公司于 22 年以 14.4 元/股发行可转债募集资金 20 亿元用于电动叉车产能建设。(2) 国际化：公司 14 年以来持续加强海外中心以及营销服务网络建设，并凭借锂电叉车差异化产品全球竞争力不断提升。20-23 年公司出口收入 CAGR 约 48%、23 年公司出口收入占比提升至 35%，海外市场成公司重要增长点。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2024-26 年归母净利润为 15.8、18.5、21.9 亿元，对应 PE 分别为 12/10/8 倍。考虑到公司市场地位稳固，电动化升级下公司广阔的海外市场弯道超车空间，给予公司 24 年 15xPE，对应目标价 30.3 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

人民币汇率波动；原材料价格波动风险；海外经营风险。

机械组

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：秦亚男 (执业 S1130522030005)

qinyanan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：23.41 元

目标价 (人民币)：30.30 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,673	17,471	19,938	23,294	27,232
营业收入增长率	1.66%	11.47%	14.12%	16.83%	16.91%
归母净利润(百万元)	904	1,278	1,581	1,854	2,193
归母净利润增长率	42.62%	41.36%	23.72%	17.22%	18.31%
摊薄每股收益(元)	1.222	1.727	2.020	2.368	2.802
每股经营性现金流净额	1.04	1.97	2.00	2.53	2.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.35%	16.48%	18.11%	18.65%	19.30%
P/E	10.77	10.55	11.73	10.01	8.46
P/B	1.44	1.74	2.12	1.87	1.63

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、公司是国内叉车龙头，业绩快速增长.....	5
1.1、公司是国内叉车行业领军企业.....	5
1.2、盈利能力持续回升，业绩快速成长.....	6
2、叉车电动化、国际化趋势加速，国产企业进一步崛起.....	8
2.1、叉车需求呈现弱周期性.....	8
2.2、电动化：锂电化助力电动叉车渗透率提升，产业结构持续优化.....	10
2.3、出口：叉车出口持续高增长，海外市场成长潜力大.....	12
2.4、国内叉车双寡头格局稳定，加速国际化发展.....	15
3、全球竞争力提升，迈向高质量发展.....	18
3.1、技术国内领先、把握电动化浪潮.....	18
3.2、践行国际化战略，全球竞争力不断提升.....	19
3.3、对标海外，后市场、智能物流业务成长潜力大.....	20
4、盈利预测与投资建议.....	21
4.1、盈利预测.....	21
4.2、投资建议.....	21
5、风险提示.....	22

图表目录

图表 1：2023 年全球前 10 名叉车制造商.....	5
图表 2：公司股权结构图.....	5
图表 3：公司产品及下游领域.....	6
图表 4：公司营收及其增速.....	6
图表 5：公司归母净利润及其增速.....	6
图表 6：公司境外收入占比快速增长.....	7
图表 7：公司境外收入快速增长.....	7
图表 8：公司盈利能力持续提升.....	7
图表 9：公司 ROE 水平持续提升.....	7
图表 10：公司现金流水平较好.....	7
图表 11：叉车行业下游应用领域.....	8
图表 12：2023 年叉车下游行业应用（剔除Ⅲ类车）.....	8
图表 13：叉车分类标准.....	8
图表 14：2023 年我国叉车行业销量分布.....	8
图表 15：主流叉车的分类、特征.....	8
图表 16：我国叉车行业销量及增速变化（单位：万台）.....	9
图表 17：叉车行业需求已进入景气上升通道.....	9
图表 18：中美两制造大国 PMI 重回荣枯线上方.....	10
图表 19：我国物流行业景气度回升.....	10
图表 20：我国电动和内燃叉车销量占比情况.....	10



图表 21: 我国III类叉车销量及增速 (单位: 万台)	10
图表 22: 2023 年我国电动平衡式叉车占比提升至 31%, 同比增长 5pct.	10
图表 23: 2023 年上半年全球叉车电动化率水平	10
图表 24: 锂电叉车经济性显著强于内燃叉车 (以 3t 叉车为例)	11
图表 25: 我国电动叉车中各类锂电叉车占比	11
图表 26: 凯傲预计 2023 年全球电动叉车锂电化率约 40%, 2027 年提升至 60%	11
图表 27: 2023 年锂电叉车相对于内燃叉车价值量、毛利率更高	11
图表 28: 我国叉车出口销量及增速 (单位: 万台)	12
图表 29: 2023 年我国叉车出口销量占比达 33%	12
图表 30: 我国叉车出口地区分布	12
图表 31: 我国叉车出口各地区销量增速	12
图表 32: 2023 年我国叉车出口国家分布	12
图表 33: 2023 年我国叉车出口增速较快的国家	12
图表 34: 我国叉车出口销量结构不断优化	13
图表 35: 我国叉车出口销量增速一二类车居前	13
图表 36: 2023 年我国电动叉车出口销量分布	13
图表 37: 2023 年我国内燃叉车出口销量分布	13
图表 38: 全球叉车市场历年销量情况 (单位: 万台)	13
图表 39: 2023 年上半年全球叉车销量地区分布	14
图表 40: 2023 年上半年各地区叉车销量结构分布	14
图表 41: 2023 年海内外叉车市场规模测算	14
图表 42: 我国叉车市场规模测算	15
图表 43: 我国叉车市场形成安徽合力和杭叉集团双寡头垄断	15
图表 44: 2022 年全球叉车制造商竞争格局	16
图表 45: 叉车行业四大核心壁垒	16
图表 46: 中国叉车企业进入海外市场开拓优势	17
图表 47: 我国叉车企业出口收入占比	17
图表 48: 我国叉车企业出口收入 (单位: 亿元)	17
图表 49: 我国叉车企业出口收入增速	17
图表 50: 安徽合力外销毛利率高于内销毛利率	17
图表 51: 杭叉集团外销毛利率高于内销毛利率	17
图表 52: 2023 年公司叉车销量结构 (单位: 万台)	18
图表 53: 历年公司在我国叉车细分市场份额	18
图表 54: 公司研发投入持续增长	18
图表 55: 公司在电动叉车核心技术	18
图表 56: 2023 年公司电动叉车销量快速增长	19
图表 57: 公司电动叉车收入快速增长、占比逐渐提升	19
图表 58: 公司海外营销网络布局	19
图表 59: 2023 年公司出口叉车销量快速增长	19
图表 60: 公司出口叉车收入快速增长、占比逐渐提升	19
图表 61: 2023 年凯傲公司收入构成	20



图表 62: 三菱物捷仕中期计划 2026.....	20
图表 63: 2023 年公司后市场业务仅占收入比重 17%.....	20
图表 64: 公司后市场业务毛利率高于新机销售市场.....	20
图表 65: 盈利预测.....	21
图表 66: 可比公司估值比较.....	21



1、公司是国内叉车龙头，业绩快速增长

1.1、公司是国内叉车行业领军企业

公司是国内叉车行业领军企业，全球排名第七。公司始建于1958年，前身为合肥叉车总厂；主要从事工业车辆（叉车）、智慧物流产业及其关键零部件的研发、制造与销售。在国内叉车市场上，公司销量连续多年排名全国第一。在国际叉车市场上，公司自2016年起连续多年在美国《现代物料搬运》杂志公布的全球叉车制造商排行榜中位列第7名。

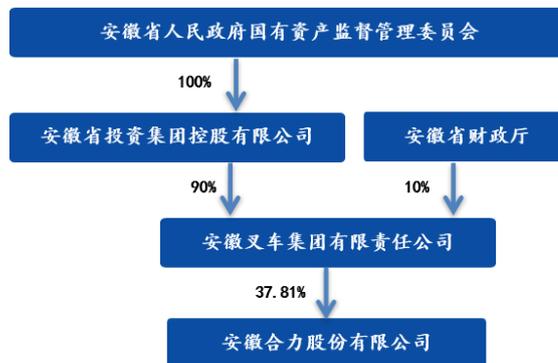
图表1：2023年全球前10名叉车制造商

排名	公司	国家	2023年收入(亿美元)
1	丰田自动织机株式会社	日本	151
2	凯傲集团	德国	108
3	永恒力集团	德国	71
4	皇冠科朗设备公司	美国	47
5	三菱物捷仕有限公司	日本	46
6	海斯特-耶鲁物料搬运公司	美国	41
7	安徽叉车集团有限公司	中国	25
8	杭叉集团有限公司	中国	23
9	斗山工业车辆	韩国	13
10	克拉克物料搬运公司	韩国	9

来源：美国《MMH 现代物料搬运》杂志，各公司财报，国金证券研究所（皇冠科朗和克拉克收入取2022年）

公司由安徽省国资控股控股，股权结构稳定。公司于1993年经安徽省批准，由安徽叉车集团有限责任公司独家发起，以合肥叉车总厂的生产经营性资产出资，通过定向募集方式改制设立安徽合力，1996年公司挂牌上市。2022年6月，安徽省国资委将持有安徽叉车集团的90%国有股权划转至安徽投资集团控股有限公司，划转完成后，安徽省投资集团持有安徽叉车集团90%股权，安徽省国资委为公司实际控制人。

图表2：公司股权结构图

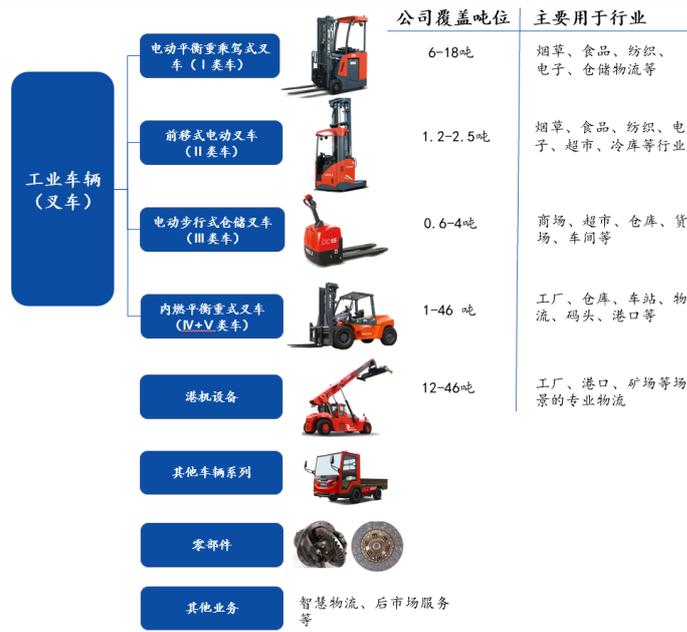


来源：Wind，国金证券研究所（截至2024年一季度）

公司以叉车为核心，业务覆盖上下游，包括整车、零部件、后市场、智慧物流等四大板块，是国内叉车产业链、供应链最齐全、实力最强的厂商之一。公司产品系列拥有30多个吨位级、600多类产品、5000多种型号，产品覆盖了0.2-46吨内燃和电动叉车、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，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。



图表3: 公司产品及下游领域



来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2、盈利能力持续回升, 业绩快速成长

受宏观经济持续回升向好影响, 叉车行业整体发展态势良好。近年来, 公司凭借锂电叉车的突出性价比优势以及海外市场快速放量, 收入快速增长, 公司 2023 年实现营业收入 174.71 亿元, 20-23 年 CAGR 约 10.94%; 受益于原材料成本降低、人民币汇率贬值以及产品结构优化, 公司盈利能力持续回升, 带动公司利润增长快于收入增长, 2023 年实现归母净利润 12.78 亿元, 20-23 年 CAGR 约 20.41%。1Q24, 同样受益于公司电动叉车和出口占比提升带动盈利能力提升, 公司收入 43.05 亿元、同比+2.50%, 归母净利润 3.9 亿元, 同比+48.27%。

图表4: 公司营收及其增速



图表5: 公司归母净利润及其增速

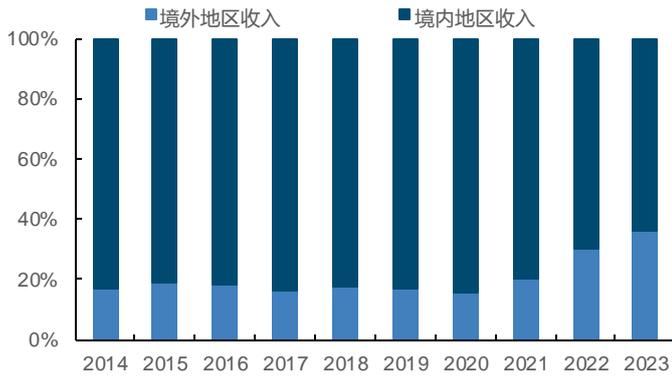


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



图表6: 公司境外收入占比快速增长



图表7: 公司境外收入快速增长

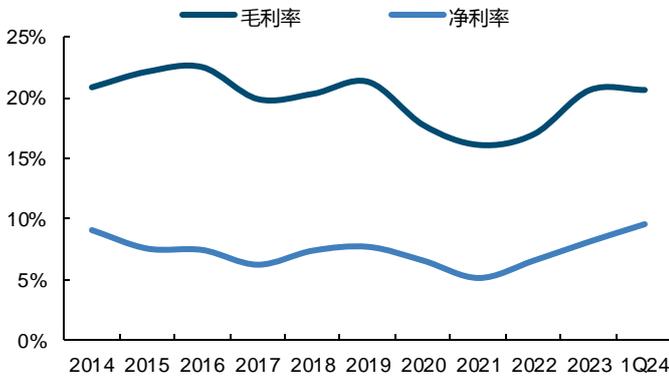


来源: Wind, 国金证券研究所

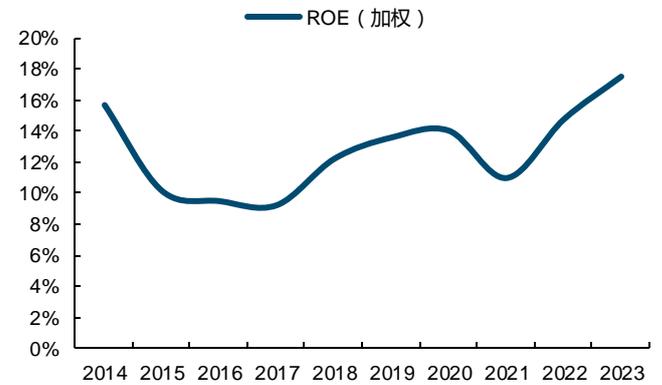
来源: Wind, 国金证券研究所

2022 年以来, 随着原材料成本降低、人民币汇率贬值以及公司电动叉车占比提升, 公司盈利能力显著回升, 2023 年公司毛利率和净利率分别为 20.61%、8.1%, 同比分别提升约 3.6、1.56ct, 从而带动 ROE 也同步提升。

图表8: 公司盈利能力持续提升



图表9: 公司 ROE 水平持续提升

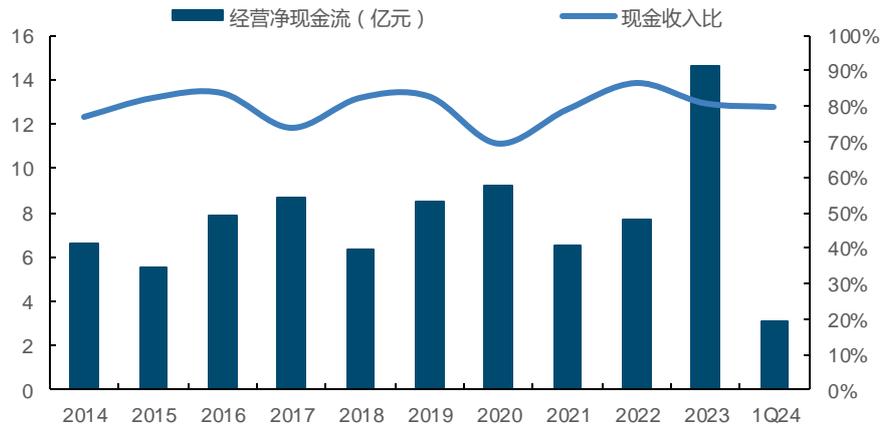


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

国内市场公司主要采取直销为主、经销为辅的销售模式, 通常给予客户 1-3 个月的信用账期。国外客户主要采用采取经销销售, 账期一般为 3-6 个月。整体看, 公司回款条件较好, 经营性现金流水平较好。

图表10: 公司现金流水平较好



来源: Wind, 国金证券研究所



2、叉车电动化、国际化趋势加速，国产企业进一步崛起

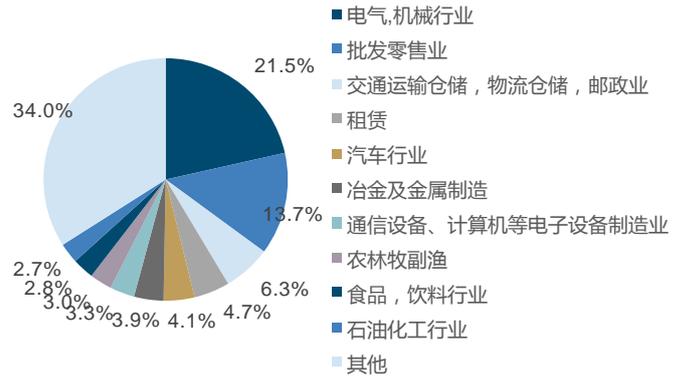
2.1、叉车需求呈现弱周期性

叉车是工业物流搬运车辆，具有高度机械化、灵活机动、通用性强、活动范围广等特点，其下游领域应用广泛，可用于仓储物流、制造业、交通、港口、机场、邮政、烟草、食品等各行各业的提升、堆垛、短途搬运和装卸。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会统计，制造业和物流行业贡献了叉车行业下游需求 70%以上的份额。其中，2023 年，电气、机械行业，批发零售业，交通运输仓储、物流仓储、邮政业等制造业需求合计占比约 41%。

图表11：叉车行业下游应用领域



图表12：2023年叉车下游行业应用（剔除III类车）



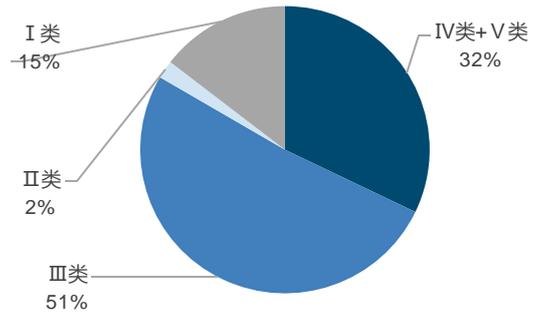
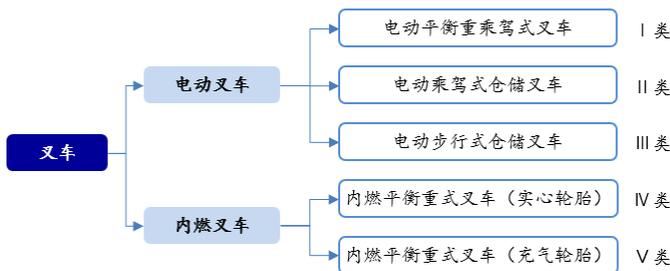
来源：杭叉集团招股书，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

按照常见的动力源划分，叉车可分为内燃叉车、电动叉车及手动叉车。按照世界工业车辆统计协会（WITS）分类，可分为 I 类电动平衡重乘驾式叉车、II 类电动乘驾式仓储叉车、III 类电动步行式仓储叉车、IV 类内燃平衡重式叉车（实心轮胎）、V 类内燃平衡重式叉车（充气轮胎）。其中，第 I 类至 III 类属于电动叉车，第 IV 类和第 V 类叉车属于内燃叉车。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会统计，2023 年销量结构中，I 类、II 类、III 类和 IV/V 类车辆分别占总销量的 14.55%、2.04%、51.28%和 32.13%。

图表13：叉车分类标准

图表14：2023年我国叉车行业销量分布



来源：公司可转债募集说明书，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

图表15：主流叉车的分类、特征

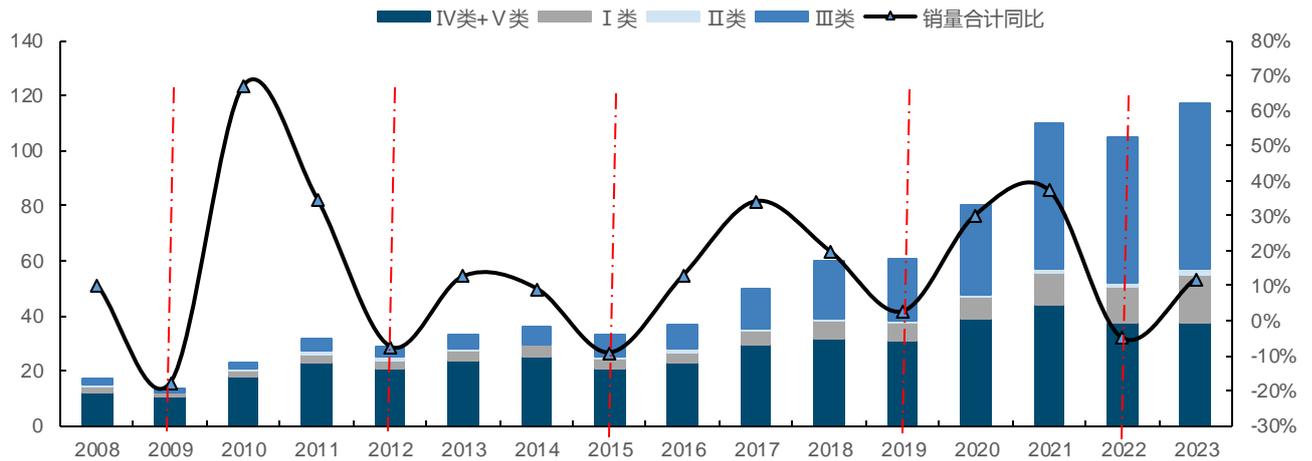
国际分类	国内分类	动力源	载荷能力	均价 (万元/台)	结构特点	应用领域
I 类车	电动平衡重叉车	蓄电池	0.6-18 吨	14	有配重	污染小、噪声低，多应用于对环境要求较高的场所
II 类车	电动乘驾式仓储叉车	蓄电池	1.2-2.5 吨	15	无配重	仓库
III 类车	电动步行式仓储叉车	蓄电池	0.6-4 吨	1.1	无配重，电动助力	仓库
IV+V 类车	内燃平衡重叉车	发动机	1-46 吨	7	有配重	广泛应用于工厂、仓库、港口、机场等场所

来源：公司可转债募集说明书、公司年报，国金证券研究所



叉车行业为典型通用资本品，主要为下游扩产投资所用，与下游行业景气度和需求直接相关。与其他工程机械如挖掘机等不同的是，叉车使用范围相对分散，需求弹性较小，因此不易受下游单一行业需求波动影响，但是与宏观经济整体增长情况关系较为密切。因而，叉车行业的需求周期具备 3-4 年的波动变化规律。另外，叉车作为搬运工具，本质是替代人工，叉车年均使用成本不到等效搬运工成本 1/4，当下人工成本水涨船高，机器换人将是大势所趋。过去 15 年，我国叉车销量复合增速为 13.8%，体现出明显的人工替代效应。剔除价值量较低的 III 类车，2008-23 年我国主流吨位叉车（I+II+IV+V 类车）合计销量 CAGR 为 9.46%。长期来看，在我国人口红利逐步消失的背景下，人工替代效应或将成为行业上行的长期驱动力。

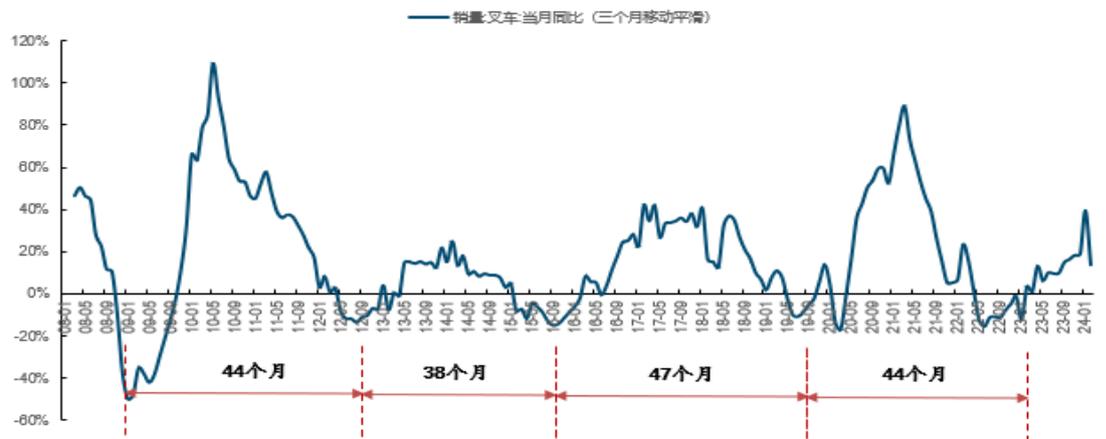
图表16：我国叉车行业销量及增速变化（单位：万台）



来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

叉车行业销量也与 PMI、仓储业指数、物流业指数相关性较强。2020 年以来，中国的制造业的景气度和海外需求出现明显错位，23 年初以来虽然国内需求处于上升周期、但是海外需求逐步减弱成为增速的拖累项，导致 23 年通用机械整体需求复苏偏弱。而 24 年 Q2 开始海外制造业有望进入复苏区间，进而和国内需求共振。从领先指标看，中国制造业 PMI 自 2023 年 1 月回到荣枯线上方后，在荣枯线附近波动一年有余，3 月中国制造业 PMI 重回荣枯线以上，显示高端需求已有率先企稳趋势。欧美 PMI 23 年全年均处于荣枯线下方，显示海外需求的拖累；24 年 3 月，中美 PMI 均重回荣枯线以上，有望开启全球共振上升。从叉车月度数据看，我国叉车行业从 22 年年年底已经走出需求低迷的困境。

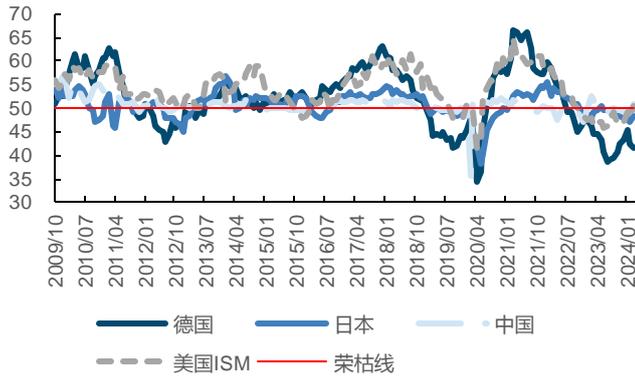
图表17：叉车行业需求已进入景气上升通道



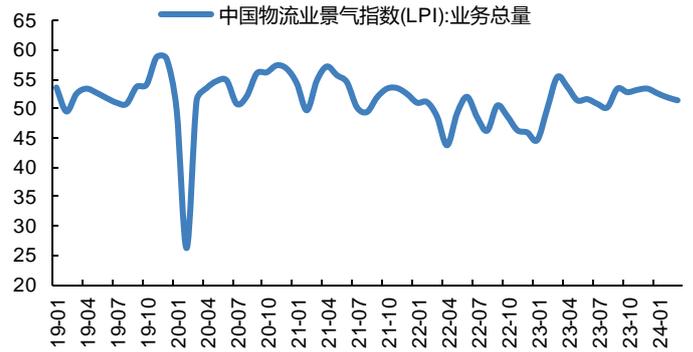
来源：Wind，国金证券研究所



图表18: 中美两制造大国 PMI 重回荣枯线上方



图表19: 我国物流行业景气度回升



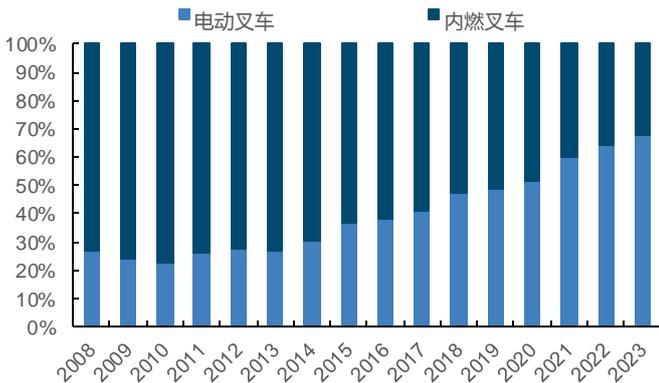
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

2.2、电动化: 锂电化助力电动叉车渗透率提升, 产业结构持续优化

近年来, 随着社会环保意识不断提高、国家环保政策相继出台, 国内 IV+V 类车需求量在近几年增速放缓, 电动叉车成为市场增长动力引擎, 电动叉车占比从 2017 年的 41.00% 提升至 2023 年的 67.87%。其中, 随着物料搬运效率提升以及手动搬运车向电动搬运车转换需求释放呈现爆发式增长, 从而带动价值量较低的电动步行式仓储叉车 (III 类车) 销售量快速增长; 2023 年销量达 60.19 万台, 2013-23 销量复合增速达 29.4%, 增速高于电动叉车总体销量水平。

图表20: 我国电动和内燃叉车销量占比情况



图表21: 我国 III 类叉车销量及增速 (单位: 万台)



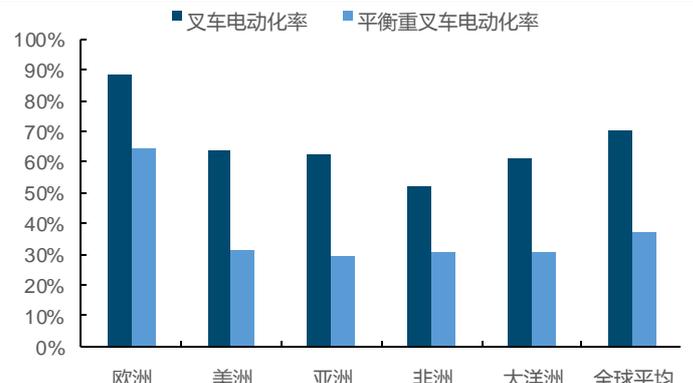
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

近年来, 价值量较高的电动平衡重式叉车加速替代内燃叉车, 2023 年我国平衡重式叉车中电动化率快速提升至 31%, 同比增长 5pct, 但仍低于欧洲 64%、全球 37% 水平, 相比之下我国电动平衡重式叉车渗透率仍有较大提升空间。

图表22: 2023 年我国电动平衡式叉车占比提升至 31%, 同比增长 5pct

图表23: 2023 年上半年全球叉车电动化率水平



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: WITS 世界工业车辆协会, 国金证券研究所

锂电池叉车发展潜力巨大, 助力我国叉车电动化进一步发展。目前, 我国电动叉车主要以铅酸电池或锂电池作为动力。过去电动叉车主要使用铅酸电池, 铅酸叉车性价比相对



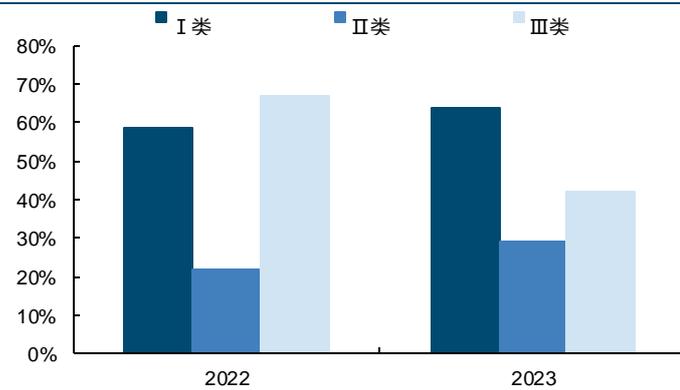
油车不明显，铅酸电池充放电次数少，使用寿命短，维护要求高，对环境影响较大，且充电时间较长。相较于铅酸电池，锂电池具备质量更轻、体积更小、能量密度高的特征，锂电池较铅酸电池充电速度更快，使用寿命更长，维护成本较低，绿色环保。另外，对于内燃叉车，锂电叉车更具经济性。因此，随着锂电池技术的不断进步，锂电池替代铅酸电池的进程将加速，锂电池叉车将加速我国叉车电动化进程。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会数据，2017年我国锂电池叉车（I-III类）销售量仅为8681台，2023年锂电池叉车总销量为37.04万台，锂电池叉车销量占电动叉车比例达46.49%。全球市场上，叉车锂电化已成为全球趋势。全球叉车龙头凯傲集团预计2023年全球电动叉车锂电化率40%，2027年将提升至60%。

图表24：锂电叉车经济性显著强于内燃叉车（以3t叉车为例）

	锂电叉车	内燃叉车
初始采购价	8万车身+电池3.6万=11.6万元	6万元
每小时耗电/耗油	8度/h	4L/h
年工作时长 (h)	1800	1800
电价/油价	1.2元/度	8元/L
年能耗成本 (万元)	1.73	5.76
年保养成本 (万元)	0	0.3
一年总成本 (万元)	13.33	12.06
三年总成本 (万元)	16.78	24.18
五年总投入 (万元)	20.24	36.3

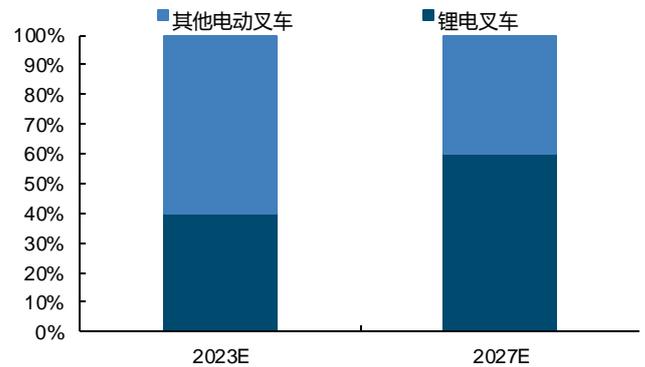
来源：台优叉车，国金证券研究所

图表25：我国电动叉车中各类锂电叉车占比



来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

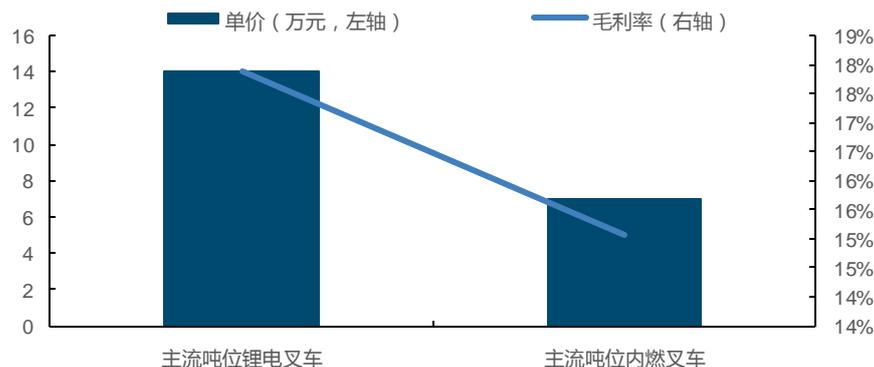
图表26：凯傲预计2023年全球电动叉车锂电化率约40%，2027年提升至60%



来源：KION，国金证券研究所

电动叉车产品附加值相对内燃叉车高，因而毛利率水平较高。我们估计主流吨位的吨位锂电叉车价值量约为内燃叉车的2倍，根据公司公告，电动毛利率高于内燃叉车2-3pct，因此，随着锂电叉车销量占比提升，叉车产业行业规模以及盈利能力有望中枢上移。

图表27：2023年锂电叉车相对于内燃叉车价值量、毛利率更高



来源：公司可转换公司债券信用评级报告，国金证券研究所

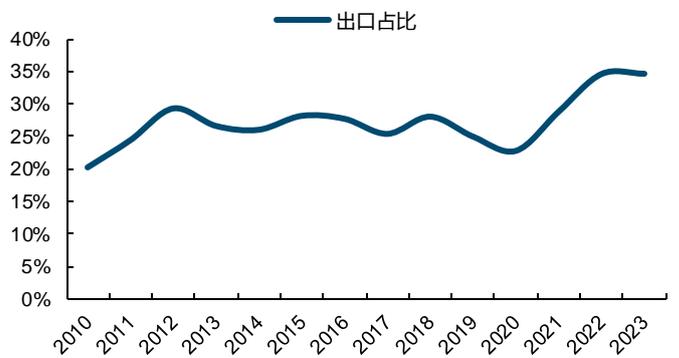
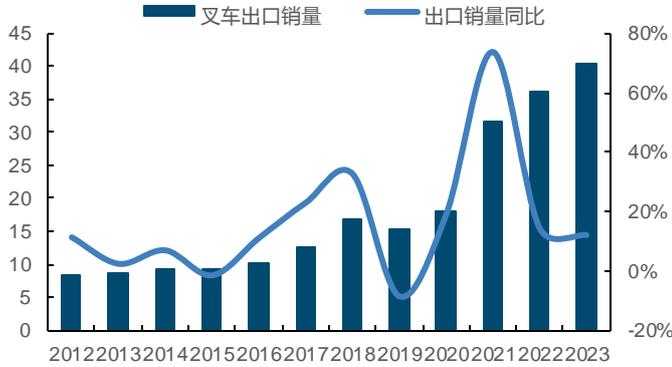


2.3、出口：叉车出口持续高增长，海外市场成长潜力大

随着我国叉车产品在技术性能等方面与海外产品的差距不断缩小，价格优势和品类优势逐渐凸显，国内叉车品牌出口竞争力增强，2023 年我国叉车出口销量 40.5 万台，同比增长 12%，出口占比达 33%。

图表28：我国叉车出口销量及增速（单位：万台）

图表29：2023 年我国叉车出口销量占比达 33%



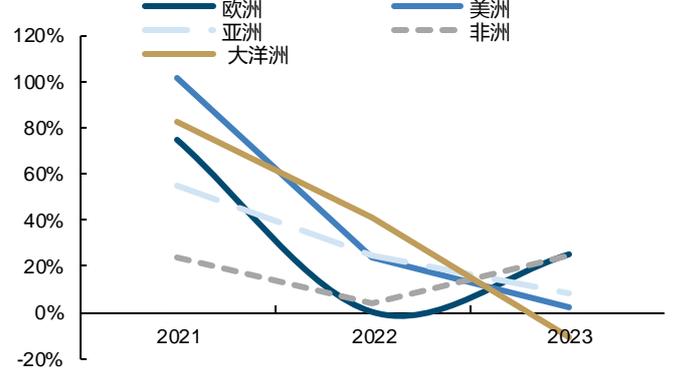
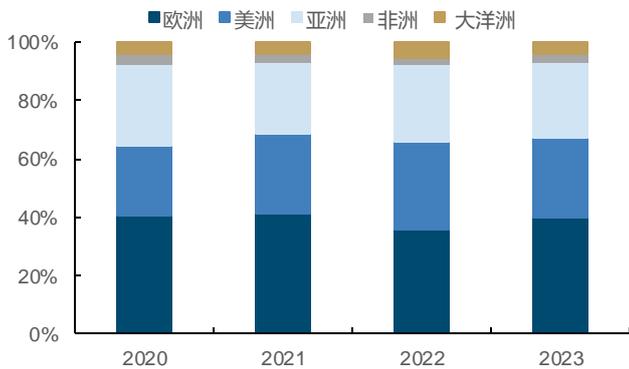
来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

从我国叉车出口区域看，2023 年，我国共向世界 183 个国家和地区出口叉车，遍布世界五大洲，其中欧洲、美洲、亚洲是中国叉车的传统出口市场；其中，出口到亚洲的叉车销量同比增长 8.57%；出口到欧洲的叉车销量同比增长 25.19%；出口到美洲叉车销量同比增长 2.46%。2023 年，我国叉车出口量最大的前五位分别是美国、俄罗斯、巴西、德国和法国；叉车出口地区增速最快的前五位是印度、俄罗斯、墨西哥、巴西、白俄罗斯。

图表30：我国叉车出口地区分布

图表31：我国叉车出口各地区销量增速

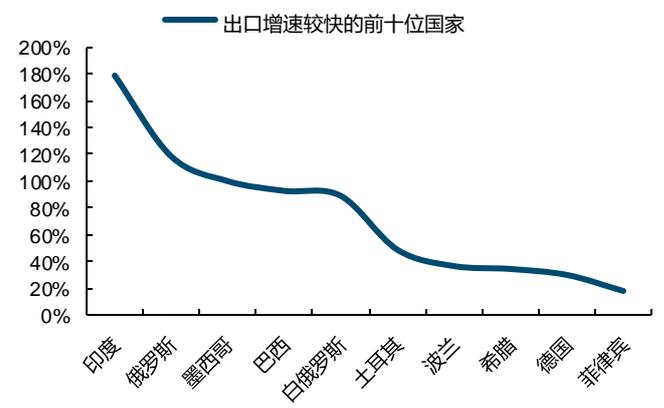
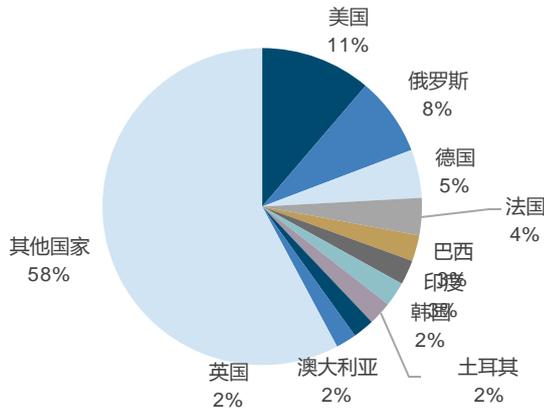


来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

图表32：2023 年我国叉车出口国家分布

图表33：2023 年我国叉车出口增速较快的国家



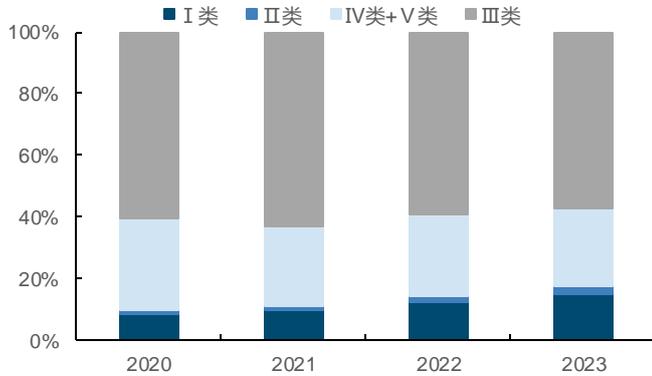
来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

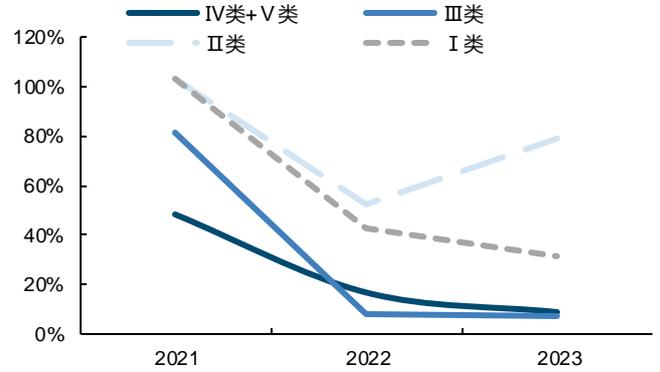


从我国叉车出口车型结构看，我国出口叉车以价值量较低的III类车为主，2023年占比约56.86%。2023年，高附加值的I类叉车出口5.99万台，同比增长31.7%，占比提升至14.78%、同比提升2.2pct。其中，2023年电动叉车出口中欧洲和美洲分别占45%和25%；内燃叉车出口美洲和亚洲分别占34%和29%。

图表34：我国叉车出口销量结构不断优化



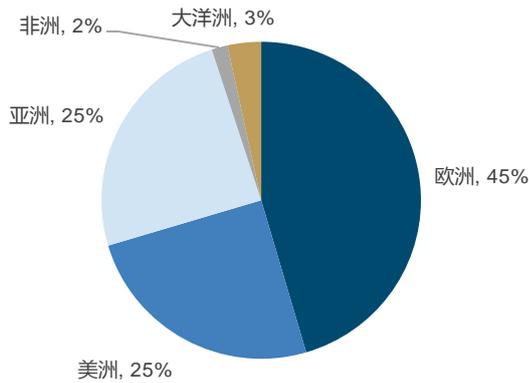
图表35：我国叉车出口销量增速一二类车居前



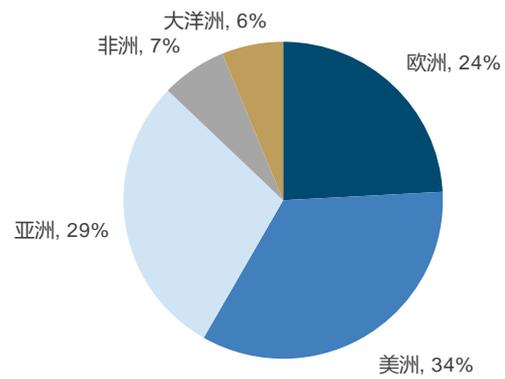
来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

图表36：2023年我国电动叉车出口销量分布



图表37：2023年我国内燃叉车出口销量分布

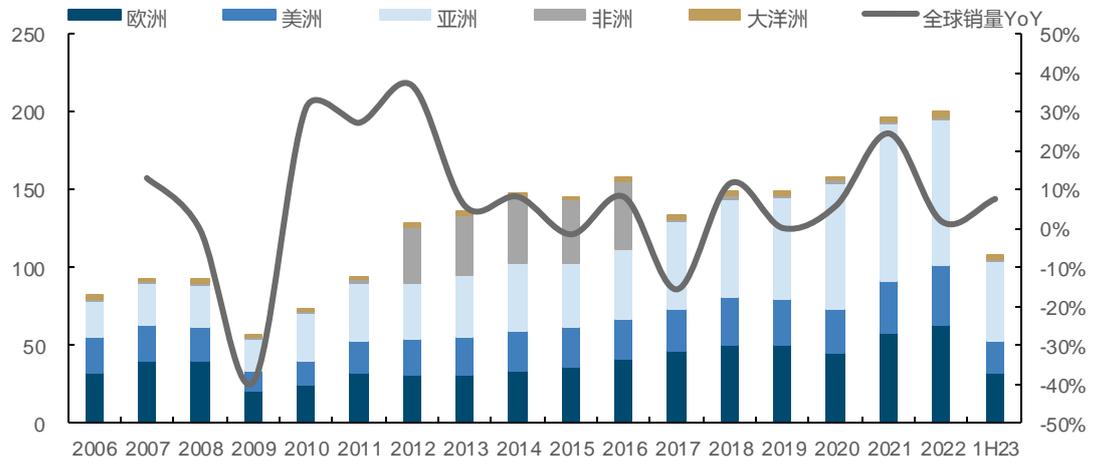


来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

全球叉车市场总体稳步增长，亚洲市场领衔世界。金融危机后，全球叉车市场恢复增长，销量增速有周期性波动。从区域销售看，叉车需求主要集中在亚洲、欧洲和美洲。根据世界工业车辆协会统计，2023年上半年亚洲、欧洲和美洲叉车销量占比分别为47%、30%、20%。从各个地区叉车销量结构看，欧洲内燃车占比较低、仅占12%，美洲、亚洲的内燃车占比仍然比较高，内燃叉车占比均超过35%以上。

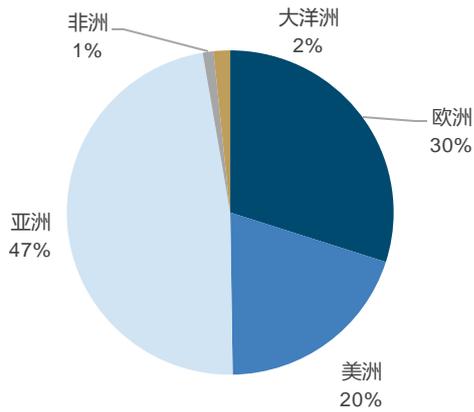
图表38：全球叉车市场历年销量情况（单位：万台）



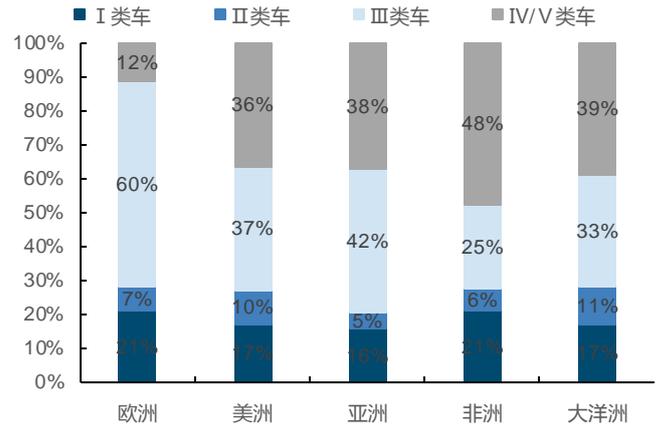
来源：世界工业车辆协会，国金证券研究所



图表39：2023年上半年全球叉车销量地区分布



图表40：2023年上半年各地区叉车销量结构分布



来源：世界工业车辆协会，国金证券研究所

来源：世界工业车辆协会，国金证券研究所

从市场规模看，海外叉车前装市场规模是国内市场的3倍左右。我们测算，2023年全球叉车前装市场规模约1559亿元，其中海外叉车市场约1152亿元，国内市场约407亿元。

■ 关键假设：

- (1) 根据世界工业车辆协会数据，2023年上半年全球叉车销量约107.7万台，参考历年各地区叉车上下半年销量分布，我们假设各地区叉车全年销量为上半年销量的2倍。
- 假设国内叉车市场，I类车均价14万元/台，II类车均价15万/台，III类车均价1.1万元/台，四五类车均价为7万元/台。海外市场叉车配置较高，并有较高的品牌溢价，除III类车溢价10%外（因为我国出口居多），其余海外叉车类型单价按高于国内约30%计算。

图表41：2023年海内外叉车市场规模测算

	I类车	II类车	III类车	IV/V类车	合计
2023年全球叉车销量预计(万台)	38	14	99	64	215
2023年中国国内叉车销量(万台)	11	1	37	27	77
国产叉车单价(万元)	14	15	1.1	7	5.3
2023年国内叉车市场规模(亿元)	155	19	41	191	407
2023年海外叉车市场销量合计(万台)	27	13	62	37	139
其中，欧洲	13	5	39	8	65
美洲	7	4	16	16	43
亚洲(除中国)	4.9	3.7	5.8	11.2	26
非洲	0.5	0.1	0.6	1.1	2.3
大洋洲	0.6	0.4	1.2	1.4	3.5
海外叉车单价(万元)	18	20	1	9	8.3
2023年海外叉车市场规模合计(亿元)	486	257	75	335	1152
其中，欧洲	245	90	47	69	451
美洲	131	85	19	142	376
亚洲(除中国)	90	72	7	102	270
非洲	9	3	1	10	22
大洋洲	11	7	1	13	32
2023年全球叉车前装市场规模(亿元)	641	276	116	526	1559

来源：世界工业车辆协会，中国工程机械工业协会工业车辆分会，中力股份上市回复函，国金证券研究所

综上，随着我国叉车电动化率提升以及海外市场开拓，我国叉车行业发展有望提速，我们预计2026年我国叉车销量181万台、2023-26年销量复合增速约15.5%，其中国内市场销量约117万台、出口市场销量约64万台。2026年我国叉车市场规模达989亿元、2023-26年复合增速约16%，其中国内市场规模约626亿元、出口市场规模约363亿元。

- 关键假设：(1) 参考安徽合力内燃车均价以及中力股份叉车均价，假设国内叉车市场，I类车均价14万元/台，II类车均价15万/台，III类车均价1.1万元/台，四五类车均价为7万元/台。同等情况下，我国出口叉车较国内叉车配置高，因而假设出口叉车均价高于国内叉车约5%。(2) 2020-2023年国内平衡重叉车电动化渗透率每



年平均提升约 4.5pct，随着锂电池技术提升，国内电动平衡重叉车渗透率有望继续快速提升、预计 2026 年达到 49%，2023-26 年复合增速达 30%。(3) 随着国内叉车企业凭借锂电叉车性价比优势以及及时的服务优势，在海外市场继续份额提升，预计 2023-26 年我国叉车出口增速分别为 20%、15%、15%。

图表42：我国叉车市场规模测算

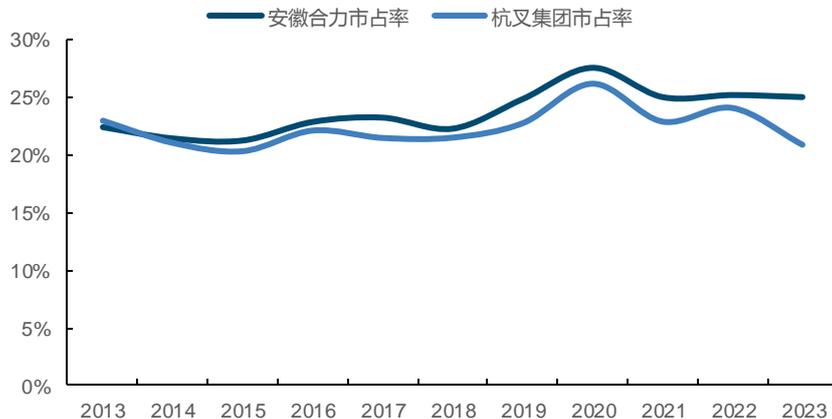
	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
I 类车	6.1	8.1	8.7	11.1	14.4	18.7	24.4
YoY		34.0%	6.6%	28.0%	30%	30%	30%
平衡重式叉车电动化率	15%	18%	24%	29%	35%	42%	49%
II 类车	0.9	1.2	1.1	1.3	1.6	1.9	2.3
YoY		27.1%	-1.5%	12.4%	25%	20%	20%
III 类车	21.4	33.0	31.0	37.1	44.6	53.5	64.2
YoY		54.7%	-6.1%	19.7%	20%	20%	20%
IV/V 类车	33.5	36.0	27.8	27.3	26.8	26.3	25.7
YoY		7.5%	-22.8%	-1.7%	-2%	-2%	-2%
国内销量合计	61.9	78.4	68.6	76.8	87.4	100.4	116.6
YoY		26.7%	-12.4%	11.9%	13.7%	14.9%	16.1%
I 类车			14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
II 类车			15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
III 类车			1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
IV/V 类车			7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
国内叉车均价 (万元/台)			5.35	5.29	5.29	5.32	5.37
国内叉车市场规模 (亿元)			367	407	462	534	626
YoY				10.7%	13.7%	15.4%	17.3%
叉车出口销量 (万台)	18.2	31.6	36.2	40.5	48.6	55.9	64.3
YoY		73.8%	14.5%	12.1%	20%	15%	15%
出口叉车均价 (万元/台)			5.88	5.82	5.82	5.85	5.91
叉车出口市场规模 (亿元)			203	225	270	312	363
YoY				10.9%	20.0%	15.5%	16.2%
我国叉车市场总销量 (万台)	80.0	109.9	104.8	117.4	136.0	156.3	180.9
YoY		37.4%	-4.7%	12.0%	15.9%	14.9%	15.7%
我国叉车市场规模合计 (亿元)			570	632	732	846	989
YoY				10.8%	15.9%	15.5%	16.9%

来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，公司公告，中力股份上市回复函，国金证券研究所

2.4、国内叉车双寡头格局稳定，加速国际化发展

我国叉车行业集中度较高，竞争格局较为稳定。我国叉车行业内主要企业包括安徽合力、杭叉集团、中力股份、诺力股份、比亚迪、龙工叉车等。安徽合力和杭叉集团形成双寡头垄断局面，根据中国工程机械工业协会工业车辆分会，2023 年合计市占率约 45.7%。从细分产品来看，内燃叉车与电动叉车领域市场竞争格局具有一定差异，在内燃叉车市场，以安徽合力、杭叉集团等为代表的企业占据了主导地位，而在电动叉车和新能源叉车领域，除了安徽合力和杭叉集团外，韶关比亚迪、中力股份、林德叉车具有一定优势。

图表43：我国叉车市场形成安徽合力和杭叉集团双寡头垄断

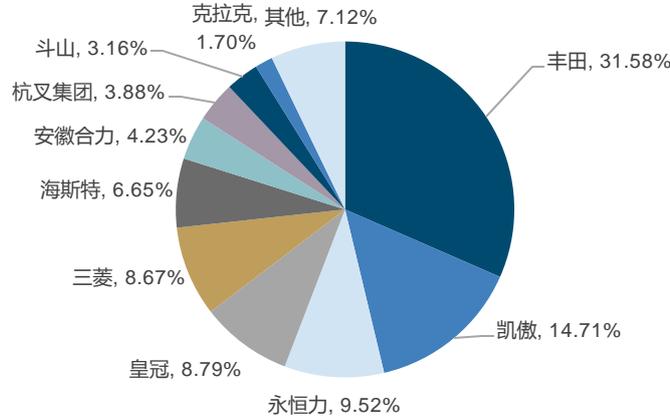


来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，公司公告，国金证券研究所



全球叉车市场上，发达国家起步较早，品牌格局较为集中、且稳定，目前丰田、凯傲集团、永恒力集团等龙头企业占据叉车行业的主要市场份额。根据《MMH 现代物料搬运》，2022 年三家市占率分别为 32%/15%/10%。2022 年中国叉车企业安徽合力和杭叉集团全球份额合计约 8%，全球市场份额仍然较低。

图表44：2022 年全球叉车制造商竞争格局



来源：《MMH 现代物料搬运》，国金证券研究所

叉车行业综合性壁垒较强，积淀要求高。叉车行业竞争激励、综合性竞争壁垒体现在：
 (1) 技术壁垒：叉车行业下游涉及行业众多，产品系列多达 2 万多种，工艺改进涉及的专业面广、技术性强、工作量大，需要熟知各类产品的关键性能、并通过实践积累丰富的专业经验，具有较高的技术研发与产品创新壁垒。
 (2) 品牌壁垒：下游客户对于叉车的可靠性、耐久性、操作性等要求不断提高，品牌的认知需要大量的资金投入和时间积累。
 (3) 渠道壁垒：叉车下游客户分散，通过直销和经销相结合的模式，对销售网络、营销理念和完善的售后服务体系要求高。
 (4) 规模生产壁垒：叉车产品产业链长、差异化较大，存在品种多（一个车间需生产几十上百种型号叉车）、批量小，且交货周期短（最快 3 天交货期）的特点，因而要求叉车企业具备规模化生产能力、降低生产成本。

图表45：叉车行业四大核心壁垒

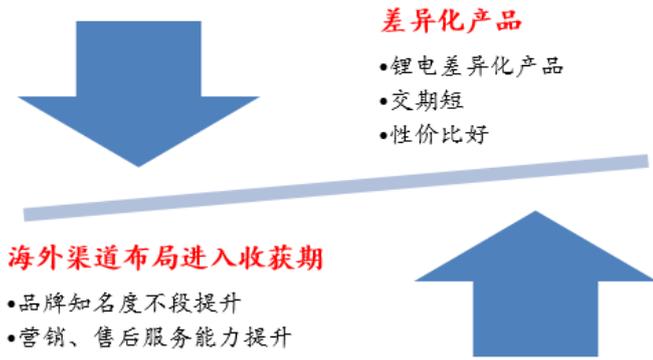


来源：中力股份招股说明书，国金证券研究所

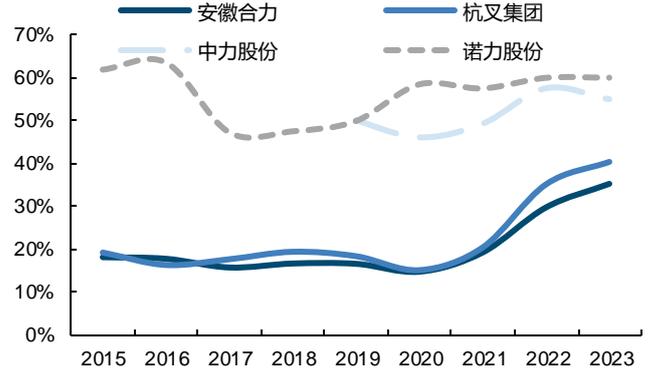
凭借锂电叉车差异化产品+海外渠道逐渐完善，我国叉车有望在全球市场弯道超车。
 (1) 产品端，受益于中国新能源汽车带动的锂电池产业链，新能源叉车成为中国叉车龙头企业弯道超车的机会，并且具有交期短、产品价格好的优势。
 (2) 渠道上，日本、欧美领先企业发展较早，如丰田从上世纪 80、90 年代就开始了全球化进程，在海外很多市场采用直营方式，而目前中国叉车企业在海外市场仍然以代理模式为主。杭叉集团自 2016 年起先后成立海外直属子公司、不断提升海外服务能力，安徽合力自 2014 年起设立先后海外中心、实现销售和服务的本地化运营。中国叉车龙头企业在产品系列完整性、核心技术研发能力以及质量管理等方面正逐步向国际龙头企业看齐，加快拓展海外市场。从主要叉车公司财务数据看，2020 年以来，我国叉车海外收入快速增长、海外市场成为重要增量市场。



图表46: 中国叉车企业进入海外市场开拓优势



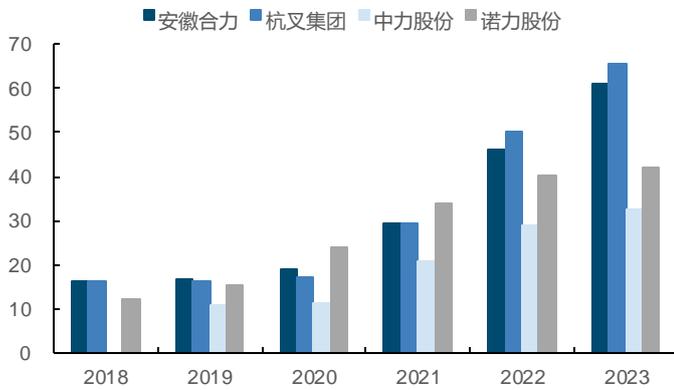
图表47: 我国叉车企业出口收入占比



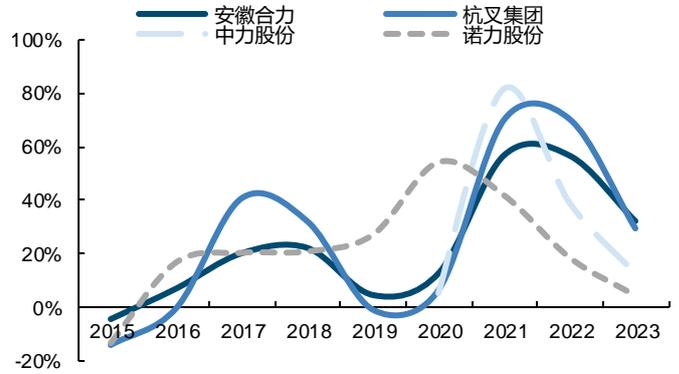
来源: 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表48: 我国叉车企业出口收入 (单位: 亿元)



图表49: 我国叉车企业出口收入增速

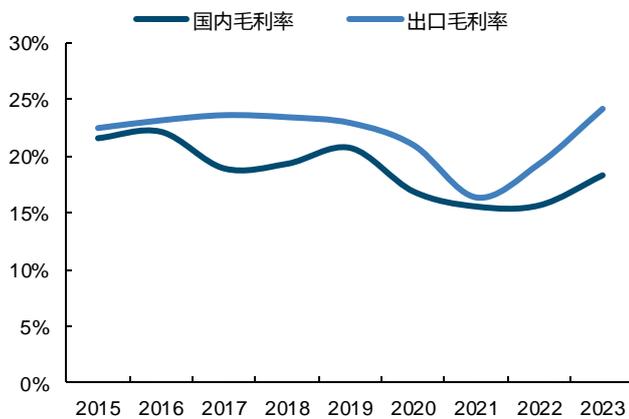


来源: Wind, 国金证券研究所

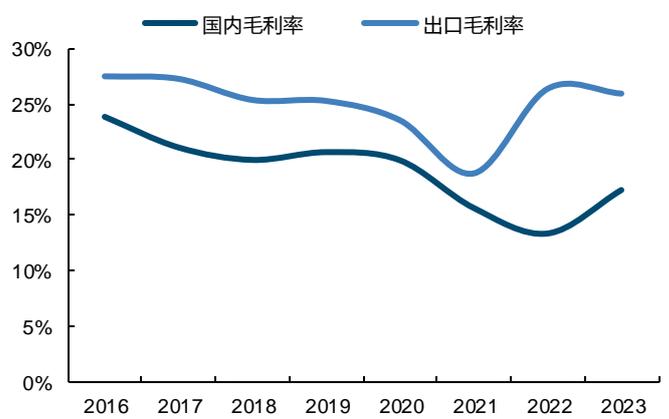
来源: Wind, 国金证券研究所

海外叉车市场盈利能力强, 给我国叉车企业带来了广阔的发展空间。出口叉车产品相较于国内产品同等情况下配置略高、产品均价相对较高, 且海外市场对标外资企业销售价格、因而竞争激烈程度低于国内市场, 盈利能力相对较好。2023年, 安徽合力、杭叉集团出口和国内毛利率均大幅提升, 主因原材料成本下降叠加电动叉车占比提升所致, 并且外销毛利率较内销高 5.9pct、8.72pct, 主因人民币汇率贬值使得出口毛利率快速提升。预计随未来海外市场逐步开拓, 国产叉车企业盈利能力有望不断提升。

图表50: 安徽合力外销毛利率高于内销毛利率



图表51: 杭叉集团外销毛利率高于内销毛利率



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

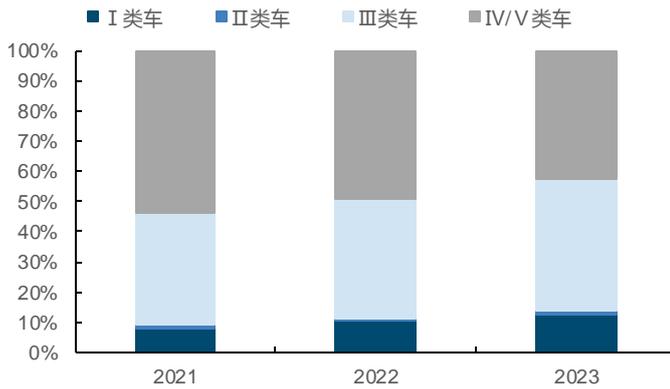


3、全球竞争力提升，迈向高质量发展

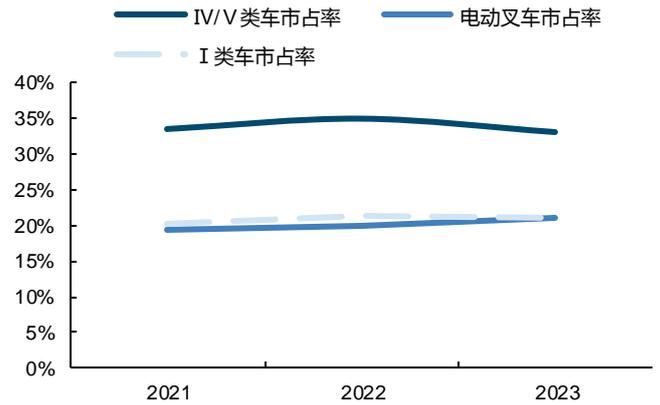
3.1、技术国内领先、把握电动化浪潮

公司在我国内燃叉车市场绝对领先，电动叉车份额快速提升。公司拥有 60 余年的发展历程，自 2016 年起持续保持世界叉车制造商七强的国际地位。公司在内燃叉车领域具备较深的技术积累以及成本优势，因而占据了绝对领先的市场份额；电动叉车领域，由于 III 类车销量占行业比重多但价值量小，所以从销量看看公司优势不及内燃叉车。根据公司销量及中国工程机械工业协会工业车辆分会数据，2023 年公司内燃叉车（IV/V 类车）约市占率 33%，包括 I 类叉车在内的电动叉车市占率约 21%。

图表52：2023 年公司叉车销量结构（单位：万台）



图表53：历年公司在我国叉车细分市场份额

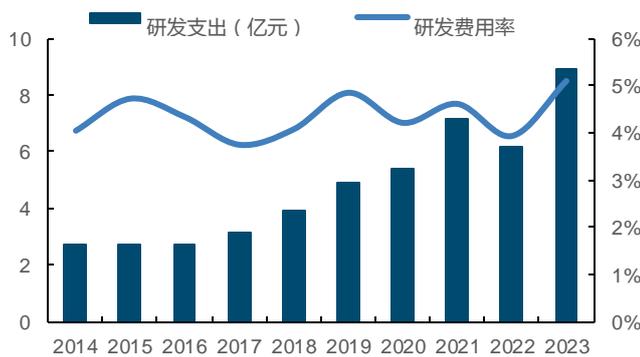


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

公司核心竞争力体现在掌握核心技术以及完善的渠道布局。(1) 技术上，公司每年研发投入占销售收入的比例约 5%，主要用于新产品研发、核心零部件研究、新工艺新技术的研究与应用。公司已在新能源叉车领域耕耘多年，沉淀了深厚技术研发实力，掌握叉车半车身式轻量化技术、电动车辆高性能桥模块化技术、永磁同步磁阻电机技术、叉车液压系统节能应用技术、爆炸性环境用锂电池防爆技术等具有自主知识产权的核心技术，在市场上处于引领地位的锂电叉车企业。(2) 在渠道布局上，国内销售方面，公司主要采取直销为主、经销为辅的销售模式。公司在国内共设置 25 家省级销售公司，其中参股子公司 12 家，非参股子公司 13 家，各省级公司根据所授权销售范围的市场特点和需求，设置二、三级销售网点。国外销售方面，公司主要采取经销销售的模式，设立全资子公司合力进出口公司专门从事国外销售业务。

图表54：公司研发投入持续增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表55：公司在电动叉车核心技术

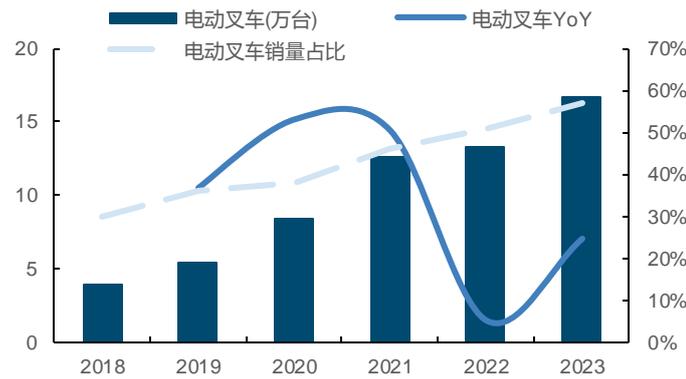
序号	核心技术
1	叉车半车身式轻量化技术
2	永磁同步磁阻电机技术研究
3	合力电动叉车主动安全系统
4	电动车辆高性能桥模块化技术
5	多级门架切换平稳切换技术
6	重型牵引车制动技术
7	牵引车转向自动回正技术
8	转向变频技术
9	爆炸性环境用锂电池防爆技术

来源：公司公告，国金证券研究所

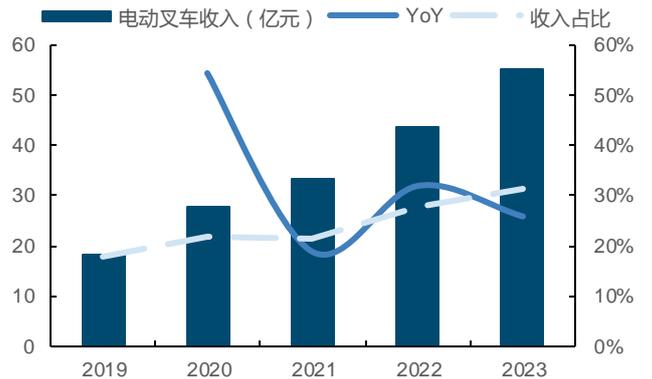
公司顺应电动化浪潮，持续加大电动叉车领域研发投入，2023 年推出 G2 系列锂电专用叉车等产品，锂电产品占电动产品已超 60%。2023 年公司电动新能源叉车销量占比已达 57.17%，根据我们估算，23 年公司电动叉车收入占比达 31%，成为公司业绩重要增长点。



图表56: 2023 年公司电动叉车销量快速增长



图表57: 公司电动叉车收入快速增长, 占比逐渐提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2、践行国际化战略, 全球竞争力不断提升

公司持续加强海外渠道布局, 建立完善营销服务网点。国际市场方面, 公司积极谋划由欧洲、东南亚、北美、中东、欧亚、澳洲、南美等七大海外中心, 在海外 80 个国家和地区建立了海外代理网络, 在法国、泰国分别设立了“合力欧洲中心”与“合力东南亚中心”, “一带一路”沿线国家布局优势显著。

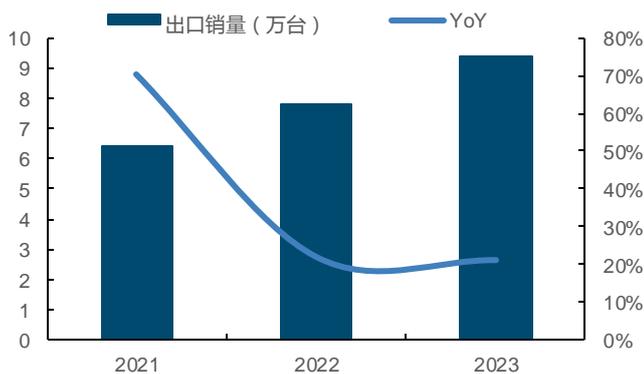
图表58: 公司海外营销网络布局



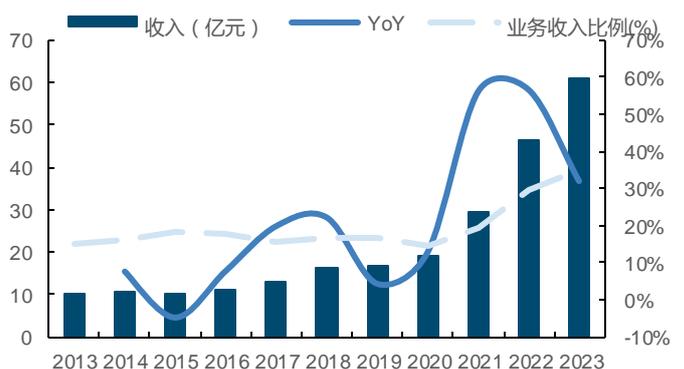
来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司海外市场市占率较低, 海外收入持续增长。随着公司海外渠道布局的完善以及公司电动叉车差异化产品竞争力的提升, 公司海外出口收入持续增长。2023 年, 公司叉车整体出口销量增长了 21%, 出口收入达 61 亿元, 同比增长了 32%; 出口营业收入占主营业务收入比例约 35%。根据我们 2.3 节估算, 2023 年海外叉车市场规模约 1152 亿元, 因而, 公司海外市场份额约 5%, 成长潜力空间大。今年 1-3 月, 公司海外出口等多项指标再创新高, 实现开门红。

图表59: 2023 年公司出口叉车销量快速增长



图表60: 公司出口叉车收入快速增长, 占比逐渐提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

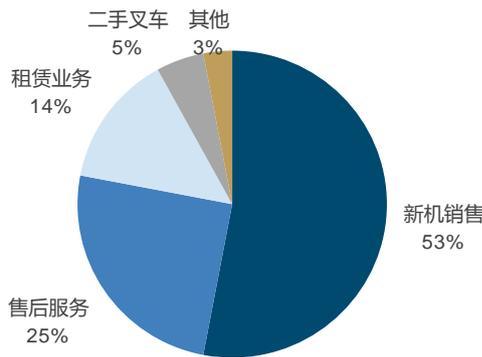
来源: Wind, 国金证券研究所



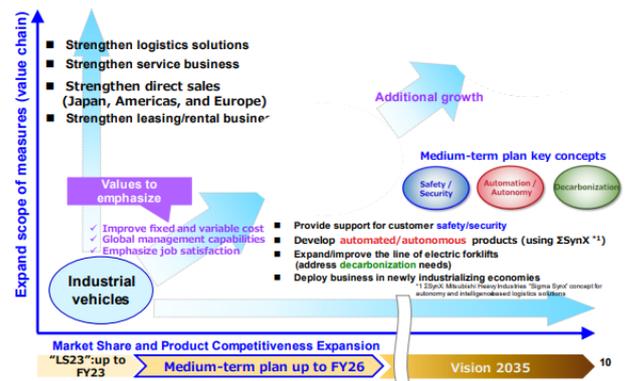
3.3、对标海外，后市场、智能物流业务成长潜力大

发达国家叉车后市场规模可观，盈利能力水平高。叉车后市场业务一般包括：配件与服务、经营租赁、融资租赁以及二手车翻新等围绕叉车全生命周期的所有业务。后市场业务的市场前景与工业车辆整机的市场保有量密切相关。根据公司公开发布可转换公司债券募集招股书：据不完全统计，到 2025 年我国叉车的保有量将超过 500 万台。巨大的叉车保有量和相对稳定的叉车实际需求量为设备租赁、维修及整车与配件销售市场的繁荣奠定了坚实基础。在市场经济发达国家，叉车后市场业务规模体量甚至高于叉车新机销售市场。例如，海外龙头永恒力 2023 年新机销售收入只占 53% 左右，售后市场与租赁业务收入占比分别达 25%、14%。根据三菱物捷仕公司发布的《中期计划 2026》，未来叉车行业要进一步加强日本、北美、欧洲海外市场开拓，同时持续开拓租赁、智慧物流等叉车后市场服务业务。

图表61：2023年凯傲公司收入构成



图表62：三菱物捷仕中期计划 2026

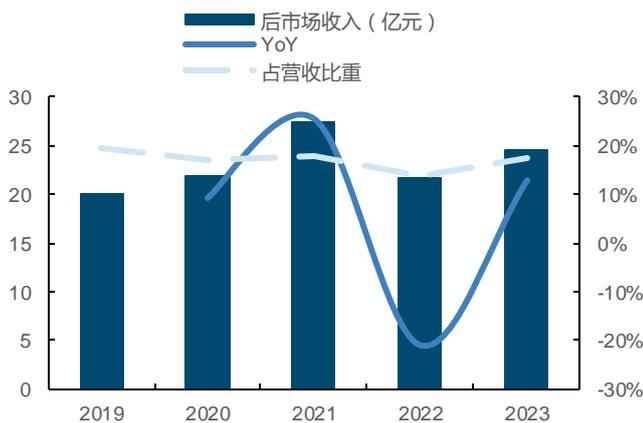


来源：KION 财报，国金证券研究所

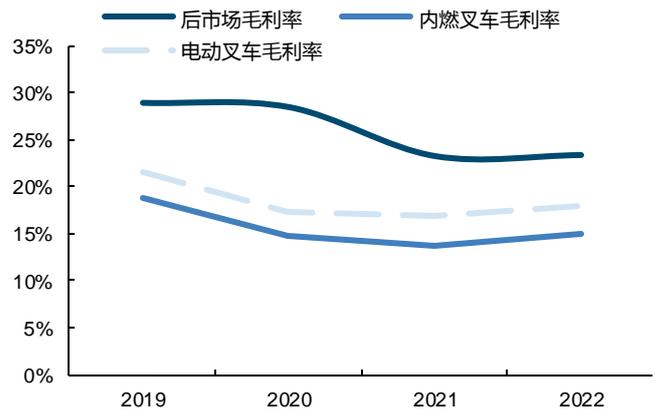
来源：三菱物捷仕中期计划 2026，国金证券研究所

受益于叉车产品销售规模的逐步扩大，近年来公司后市场服务业务收入逐年增长。公司后市场服务业务主要包括配件业务、设备租赁业务、再制造业务以及维修保养等服务。公司目前叉车后市场业务收入占比较小，2023 年公司后市场服务收入占比仅 14%。2022 年后市场业务毛利率达 23.4%，未来随着叉车产品产能扩张、销售规模扩大以及海外市场加强，该业务有望为公司盈利提供有益补充，远期成长空间有望打开。

图表63：2023年公司后市场业务仅占收入比重 17%



图表64：公司后市场业务毛利率高于新机销售市场



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：可转债募集说明书，国金证券研究所

在智能物流领域，公司围绕叉车式、牵引式、移载式 AGV（自动导向车）和智能物流方案系统集成，发展智能物流产业，向工业车辆产业链的高端延伸拓展。根据公司官网，为贯彻国企改革、加快“科改示范”，合力科技于 24 年 1 月 16 日与德马科技进行战略合作签约，共同打造世界级领先的智能物流产品和应用生态，加快合力智能物流业务高质量发展。4 月 18 日，公司以现金方式出资 2.71 亿元收购宇锋智能 64.5923% 股权，并已于完成工商变更，成为宇锋智能控股股东，后续还将以现金方式向宇锋智能增资 1 亿元，用于补充宇锋智能流动资金，交易全部完成后，安徽合力将合计持有宇锋智能 71.4172% 股权。宇锋智能自 2014 年成立以来，专注于提供工业车辆、无人叉车 AGV、自动化立体库等智能装备，以及智慧物流仓储、搬运等软件的一站式智慧物流解决方案。投资并购宇锋智能，将进一步完善公司在智能物流领域的产业布局。



4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

行业预测：根据前文所述，我们预计 2026 年我国叉车销量 181 万台、2023-26 年销量复合增速约 15.5%。

国内情况：参考行业预测，考虑到公司市占率提升，我们预计 2024-26 年公司叉车国内销量增速分别为 15%、15%、15%，考虑到 III 占比提升、均价方面 2024-26 年产品均价分别下滑 8%、0%、0%，因而预计 2024-26 年公司国内叉车收入增速分别为 5.72%、15%、15%。毛利率总体保持稳定。

国外情况：参考行业预测，考虑到公司出口份额提升，我们预计 2024-26 年公司出口叉车销量增速分别为 40%、20%、20%，考虑到 III 占比提升、均价方面 2024-26 年产品均价分别下滑 7%、0%、0%，因而预计 2024-26 年公司国内叉车收入增速分别为 29%、20%、20%。毛利率总体保持稳定。

费用率方面：我们预计 2024-26 年公司销售费率为 3.7%/3.7%/3.7%，研发费用率分别为 5.1%/5.1%/5.1%，管理费用率 2.5%/2.5%/2.5%。

综上，我们预计公司 2024-26 年收入 199.4、232.9、272.3 亿元，收入增速分别为 14%、16.8%、16.9%。

图表65：盈利预测

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	154.17	156.73	174.60	199.38	232.94	272.32
收入增长率	20.47%	1.66%	13.25%	14.19%	16.83%	16.91%
综合毛利率	16.09%	16.99%	20.56%	21.14%	21.19%	21.25%
中国大陆						
收入	123.10	109.15	111.90	118.30	136.05	156.45
收入增长率	14.24%	-11.33%	2.52%	5.72%	15.00%	15.00%
毛利率	15.47%	15.58%	18.23%	17.50%	17.50%	17.50%
国外情况						
收入	29.57	46.32	61.10	79.08	94.89	113.87
收入增长率	56.12%	56.65%	31.91%	29.42%	20.00%	20.00%
毛利率	16.35%	19.35%	24.22%	26.00%	26.00%	26.00%
其他地区						
收入	1.50	1.26	1.60	2	2	2
收入增长率	18.11%	-16.00%	26.98%	25.00%	0.00%	0.00%
毛利率	62.86%	52.44%	43.75%	44.00%	44.00%	44.00%

来源：Wind，国金证券研究所

4.2、投资建议

预计公司 2024-26 年归母净利润为 15.8、18.5、21.9 亿元，对应 PE 分别为 12/10/8 倍。考虑到公司市场地位稳固，电动化转型下公司海外市场弯道超车空间，给予公司 24 年 15xPE，对应目标价 30.3 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表66：可比公司估值比较

序号	股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
1	603298.SH	杭叉集团	275.72	9.88	17.20	20.20	23.64	27.67	28	16	14	12	10
2	603611.SH	诺力股份	53.01	4.02	4.58	5.96	7.56	8.50	13	12	9	7	6
3	603338.SH	浙江鼎力	339.30	12.57	18.67	21.05	25.20	30.11	27	18	16	13	11
4	000157.SZ	中联重科	737.63	23.06	35.06	43.90	61.09	78.10	32	21	17	12	9
5	000951.SZ	中国重汽	198.91	2.14	10.80	14.44	18.22	22.54	93	18	14	11	9
		平均数									14	11	9
	600761.SH	安徽合力	183.24	9.04	12.78	15.81	18.54	21.93	20	14	12	10	8

来源：Wind，国金证券研究所（注：除安徽合力、中联重科外，其余均取万得一致预测，估值日期 2024 年 4 月 29 日）



5、风险提示

外部经营环境的风险外部经营环境的风险。目前，国际环境形势日趋复杂，地缘政治风险不断上升，经济仍处于恢复调整期。外部经营环境中不稳定、不确定性风险因素仍然较多。此外，随着公司出口量的不断增加，受汇率波动影响，存在着一定的外汇结算风险。

原材料价格波动风险。公司生产所需的原材料主要有钢材、生铁、电池、发动机等，若相关大宗商品市场价格上涨，将给公司生产制造成本带来一定影响。

汇率风险。公司近年来海外业务增长迅猛，如果汇率波动，将对公司财务状况产生一定影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	15,417	15,673	17,471	19,938	23,294	27,232
增长率	1.7%	11.5%	14.1%	16.8%	16.9%	
主营业务成本	-12,935	-13,010	-13,869	-15,724	-18,358	-21,446
%销售收入	83.9%	83.0%	79.4%	78.9%	78.8%	78.8%
毛利	2,482	2,663	3,601	4,214	4,936	5,787
%销售收入	16.1%	17.0%	20.6%	21.1%	21.2%	21.2%
营业税金及附加	-89	-93	-111	-140	-163	-191
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-520	-552	-707	-738	-862	-1,008
%销售收入	3.4%	3.5%	4.0%	3.7%	3.7%	3.7%
管理费用	-397	-426	-453	-498	-582	-681
%销售收入	2.6%	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-712	-616	-892	-1,017	-1,188	-1,389
%销售收入	4.6%	3.9%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	764	976	1,439	1,822	2,141	2,519
%销售收入	5.0%	6.2%	8.2%	9.1%	9.2%	9.2%
财务费用	6	43	-8	-1	5	29
%销售收入	0.0%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	9	-34	-52	-44	-33	-43
公允价值变动收益	24	41	79	13	0	0
投资收益	46	73	97	150	170	200
%税前利润	5.1%	6.2%	6.0%	7.5%	7.2%	7.2%
营业利润	877	1,146	1,622	1,992	2,335	2,757
营业利润率	5.7%	7.3%	9.3%	10.0%	10.0%	10.1%
营业外收支	23	18	10	10	10	10
税前利润	900	1,165	1,632	2,002	2,345	2,767
利润率	5.8%	7.4%	9.3%	10.0%	10.1%	10.2%
所得税	-115	-139	-217	-270	-317	-373
所得税率	12.8%	11.9%	13.3%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	785	1,025	1,416	1,731	2,029	2,393
少数股东损益	151	121	137	150	175	200
归属于母公司的净利润	634	904	1,278	1,581	1,854	2,193
净利率	4.1%	5.8%	7.3%	7.9%	8.0%	8.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	785	1,025	1,416	1,731	2,029	2,393
少数股东损益	151	121	137	150	175	200
非现金支出	228	289	342	308	319	351
非经营收益	-107	-124	-160	-116	-120	-162
营运资金变动	-258	-421	-140	-354	-243	-284
经营活动现金净流	648	770	1,458	1,569	1,984	2,298
资本开支	-507	-674	-669	-879	-713	-513
投资	-778	-720	-1,321	169	0	0
其他	81	119	169	150	170	200
投资活动现金净流	-1,203	-1,275	-1,820	-559	-543	-313
股权募资	0	2,043	0	-48	0	0
债权募资	824	774	260	-433	-258	-439
其他	-423	-437	-405	-623	-710	-818
筹资活动现金净流	401	2,380	-146	-1,105	-969	-1,257
现金净流量	-169	1,872	-514	-96	473	728

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,004	3,472	2,833	2,719	3,178	3,897
应收款项	1,788	1,787	2,370	2,597	3,008	3,487
存货	2,026	2,097	2,285	2,369	2,766	3,232
其他流动资产	2,620	3,607	4,893	5,016	5,056	5,102
流动资产	8,438	10,963	12,381	12,701	14,008	15,717
%总资产	72.5%	74.2%	73.3%	71.8%	72.1%	73.6%
长期投资	507	640	844	688	688	688
固定资产	2,098	2,341	2,887	3,448	3,886	4,103
%总资产	18.0%	15.8%	17.1%	19.5%	20.0%	19.2%
无形资产	362	566	496	502	508	513
非流动资产	3,198	3,811	4,517	4,993	5,432	5,649
%总资产	27.5%	25.8%	26.7%	28.2%	27.9%	26.4%
资产总计	11,636	14,774	16,898	17,694	19,440	21,366
短期借款	1,250	837	1,120	1,257	999	560
应付款项	3,043	2,583	3,136	3,223	3,763	4,396
其他流动负债	404	465	557	594	692	807
流动负债	4,698	3,885	4,813	5,074	5,453	5,764
长期贷款	300	1,500	1,508	1,508	1,508	1,508
其他长期负债	231	2,009	2,315	1,726	1,713	1,703
负债	5,229	7,394	8,636	8,308	8,674	8,975
普通股股东权益	5,810	6,774	7,758	8,732	9,937	11,363
其中：股本	740	740	740	783	783	783
未分配利润	3,949	4,594	5,484	6,512	7,717	9,142
少数股东权益	597	605	504	654	829	1,029
负债股东权益合计	11,636	14,774	16,898	17,694	19,440	21,366

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.856	1.222	1.727	2.020	2.368	2.802
每股净资产	7.850	9.152	10.481	11.156	12.695	14.516
每股经营现金净流	0.875	1.041	1.969	2.004	2.535	2.936
每股股利	0.350	0.400	0.600	0.707	0.829	0.981
回报率						
净资产收益率	10.91%	13.35%	16.48%	18.11%	18.65%	19.30%
总资产收益率	5.45%	6.12%	7.56%	8.94%	9.54%	10.26%
投入资本收益率	8.37%	7.50%	9.83%	11.60%	12.59%	13.71%
增长率						
主营业务收入增长率	20.47%	1.66%	11.47%	14.12%	16.83%	16.91%
EBIT 增长率	-10.80%	27.66%	47.46%	26.63%	17.51%	17.65%
净利润增长率	-13.40%	42.62%	41.36%	23.72%	17.22%	18.31%
总资产增长率	19.09%	26.96%	14.38%	4.71%	9.87%	9.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.6	31.7	37.2	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	49.6	57.8	57.7	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	54.4	53.2	52.6	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	44.4	48.2	43.4	37.3	31.0	25.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.30%	-37.18%	-37.37%	-34.16%	-36.45%	-41.01%
EBIT 利息保障倍数	-124.1	-22.9	170.6	1,397.5	-392.1	-87.7
资产负债率	44.94%	50.05%	51.11%	46.95%	44.62%	42.00%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	22	35	40	61
增持	2	5	7	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.19	1.17	1.15	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究