



安徽合力 (600761.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

海外需求上行，智能化打造第二增长极

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。在“AI+与具身智能+”浪潮下，公司加速智能化转型，打造第二增长曲线。

投资逻辑

全球订单拐点已现，需求进入上行通道。叉车使用范围相对分散，不易受下游单一行业需求波动影响，需求韧性强。在经历约 2 年下行期后，2025 年全球叉车行业在降息周期与技术升级驱动下呈现结构性复苏。根据 WITS，2025，欧洲、北美、亚太地区、全球合计叉车新接订单增速分别达 2%、17%、17%、12%。龙头公司凯傲集团叉车新接订单从 4Q24 开始结束长达 8 个季度的下行期，今年以来订单增速呈现加速趋势。3Q25，凯傲集团叉车订单同比增长 17%。丰田工业叉车新接订单从 4Q24 开始结束长达 8 个季度的负增长，今年以来总体保持小个位数正增长。

具身智能技术加持，打开新一轮成长边界。依托 AI、具身智能等前沿技术，物流行业物流正从“机械化作业”向“认知化智能”加速跃迁，无人叉车、具身机器人应运而生。随着国内外巨头纷纷下场推动具身机器人发展，物流行业凭借广阔的应用前景以及相对有限的动作规范和内容，有望成为具身智能机器人率先运用和落地的场景之一，价值潜力巨大。作为连接生产、流通和消费的关键纽带，智慧物流已成为支撑国民经济发展的基础性、战略性、先导性产业，发展前景广阔。

深化出海战略，全球竞争力提升。公司 2014 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。1H25，公司出口收入占比提升至 43%，海外市场成贡献 α 增长潜力。

拥抱新一轮智能化叙事，打造第二增长曲线。公司正通过技术迭代与场景深耕，加速智能化转型，完善智能机器人和智能物流业务。公司先后与华为、江淮机器人成立实验室，在开发智慧物流、具身智能机器人等领域展开合作。1-3Q25 公司智慧物流收入同比+100%，已成为公司强劲的“第二增长曲线”。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2025-27 年归母净利润为 14、16、18.7 亿元，对应 PE 分别为 14/12/11 倍。考虑到公司市场地位稳固，国际化、智能化转型下打开新的成长空间，给予公司 26 年 15xPE，目标价 27.57 元，维持公司“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：秦亚男 (执业 S1130522030005)

qinyanan@gjzq.com.cn

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：22.31 元

目标价 (人民币)：27.57 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	17,471	17,325	19,567	22,353	24,941
营业收入增长率	11.47%	-0.83%	12.94%	14.24%	11.58%
归母净利润 (百万元)	1,278	1,320	1,401	1,637	1,867
归母净利润增长率	41.36%	3.25%	6.14%	16.89%	14.05%
摊薄每股盈利 (元)	1.727	1.482	1.573	1.838	2.097
每股经营性现金流净额	1.97	0.53	1.22	1.93	2.23
净资产收益率	16.48%	12.84%	12.62%	13.55%	14.14%
市盈率 (倍)	10.55	11.91	14.19	12.14	10.64
市净率 (倍)	1.74	1.53	1.79	1.64	1.51

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，主业经营稳健	4
1.1、公司是国内叉车龙头	4
1.2、叉车业务现金流好，经营稳健	5
2、全球叉车需求回升，公司深化国际化战略	6
2.1、叉车需求韧性强，电动化持续升级	6
2.2、降息周期下，全球叉车需求景气拐点已现	8
2.3、公司深化国际化战略，海外成重要增量来源	10
3、智能物流业务打造第二增长曲线	11
3.1、具身智能赋能，无人叉车、智能物流市场空间广阔	11
3.2、公司积极拥抱具身智能，打造第二增长曲线	14
4、盈利预测与投资建议	16
4.1、盈利预测	16
4.2、投资建议	17
5、风险提示	17

图表目录

图表 1： 2024 年全球前 10 名叉车制造商	4
图表 2： 我国叉车市场安徽合力和杭叉集团销量份额	4
图表 3： 我国叉车企业叉车收入对比（单位：亿元）	4
图表 4： 公司股权结构图	5
图表 5： 公司营收及其增速	5
图表 6： 公司归母净利润及其增速	5
图表 7： 公司盈利能力	5
图表 8： 公司经营性净现金流情况	5
图表 9： 叉车长期需求跟经济活动相关	6
图表 10： 全球叉车市场历年销量情况（万台）	6
图表 11： 叉车主要分类及 2024 年销量分布	6
图表 12： 全球叉车电动化率持续提升	7
图表 13： 全球三类叉车销量及增速	7
图表 14： 我国三类叉车销量及增速	7
图表 15： 全球平衡重式叉车电动化率水平	8
图表 16： 中国平衡重式叉车电动化率水平	8
图表 17： 全球平衡重式叉车电动化率水平	8
图表 18： 凯傲预计 2027 年电动叉车锂电化率达 60%	8
图表 19： 全球叉车订单增速已企稳向上	9
图表 20： 凯傲集团叉车新接订单及增速	9
图表 21： 丰田叉车新接订单及增速	9
图表 22： 我国叉车国内销量呈现 3-4 年的波动周期	9



图表 23: 我国叉车行业需求已进入景气上升通道.....	10
图表 24: 2024 年海内外叉车前装市场空间测算.....	10
图表 25: 公司全球化运营中心.....	10
图表 26: 公司海外制造基地产能布局.....	11
图表 27: 历年公司出口叉车销量快速增长.....	11
图表 28: 公司出口叉车收入快速增长、占比逐渐提升.....	11
图表 29: 公司外销毛利率高于内销毛利率.....	11
图表 30: 历年公司各地区毛利占比.....	11
图表 31: 智慧物流技术新范式.....	12
图表 32: 仓内物流自动化从原材料接收至存储的整套无人解决方案.....	12
图表 33: 2018-24 年中国无人叉车销量与增长率.....	13
图表 34: 中国无人叉车渗透率仍较低.....	13
图表 35: 全球无人叉车销售数量与市场增长率.....	13
图表 36: 中国无人叉车占比全球第一.....	13
图表 37: 2018-2023 年无人叉车均价.....	13
图表 38: 无人叉车与传统叉车比投资回收期对比.....	14
图表 39: FY2025 财年丰田叉车业务收入构成.....	14
图表 40: 2024 财年凯傲集团收入构成.....	14
图表 41: 公司智能化产品.....	15
图表 42: 公司提供全场景智能物流全栈式解决方案.....	15
图表 43: 公司智慧物流业务深耕场景应用.....	15
图表 44: 公司与华为成立天工实验室.....	16
图表 45: 公司与江淮前沿院成立天枢实验室.....	16
图表 46: 公司智能化产品.....	16
图表 47: 盈利预测.....	17
图表 48: 可比公司估值比较.....	17



1、公司是国内叉车龙头，主业经营稳健

1.1、公司是国内叉车龙头

公司主营叉车业务、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；目前丰田自动织机株式会社、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，2024年三家市占率分别为31%/15%/10%。

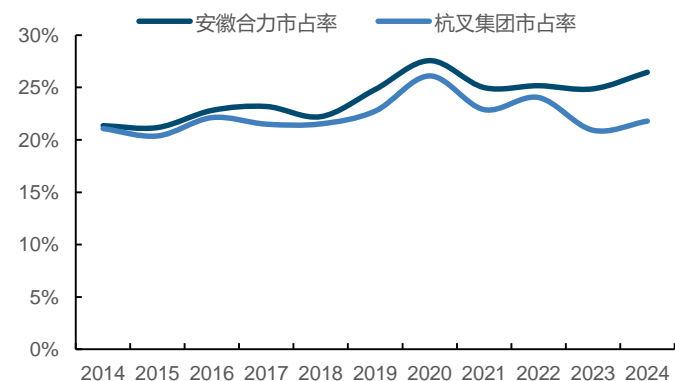
图表1：2024年全球前10名叉车制造商

排名	公司	国家	2024年收入 (亿美元)	市占率
1	丰田自动织机株式会社	日本	183	31.49%
2	凯傲集团	德国	90	15.45%
3	永恒力集团	德国	56	9.66%
4	皇冠科朗设备公司	美国	53	9.12%
5	三菱物捷仕有限公司	日本	44	7.59%
6	海斯特-耶鲁物料搬运公司	美国	43	7.42%
7	安徽合力	中国	25	4.31%
8	杭叉集团	中国	23	3.96%
9	斗山工业车辆	韩国	15	2.60%
10	克拉克物料搬运公司	韩国	11	1.81%

来源：美国《MMH 现代物料搬运》杂志，国金证券研究所测算

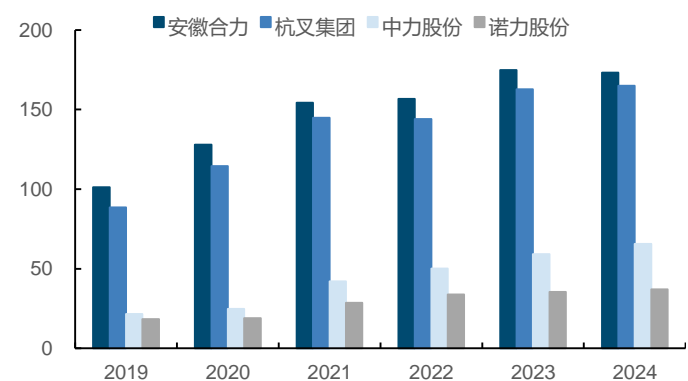
公司是国内叉车行业领军企业，收入和销量连续多年排名全国第一。国内叉车行业呈现“双寡头”引领的格局。我国叉车行业内主要企业包括安徽合力、杭叉集团、中力股份、诺力股份、比亚迪、龙工叉车等，安徽合力和杭叉集团形成双寡头垄断局面，根据中国工程机械工业协会工业车辆分会，2024年合计销量市占率约45.7%。从细分产品来看，内燃叉车与电动叉车领域市场竞争格局具有一定差异：在内燃叉车市场，以安徽合力、杭叉集团等为代表的企业占据了主导地位，而在电动叉车和新能源叉车领域，除了安徽合力和杭叉集团外，韶关比亚迪、中力股份、林德叉车具有一定优势。

图表2：我国叉车市场安徽合力和杭叉集团销量份额



来源：IFind，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3：我国叉车企业叉车收入对比（单位：亿元）

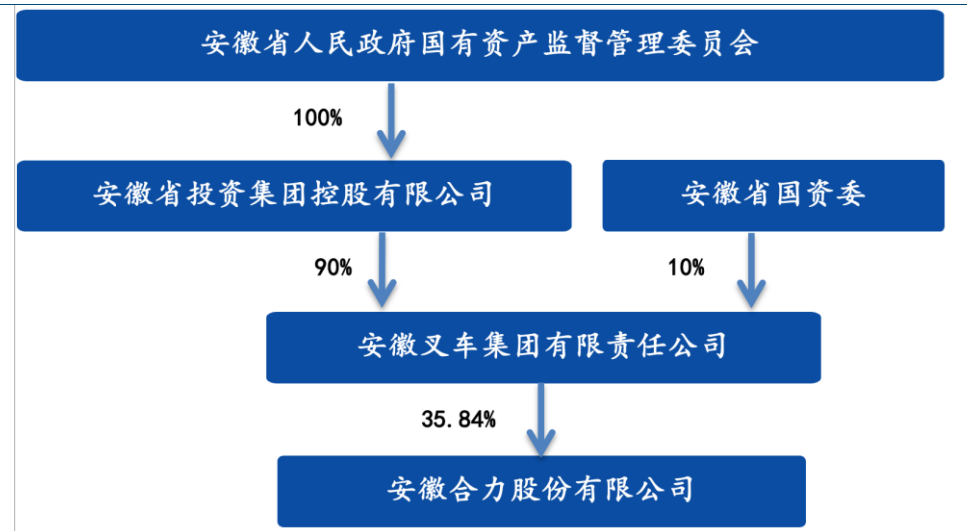


来源：IFind，国金证券研究所

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4：公司股权结构图

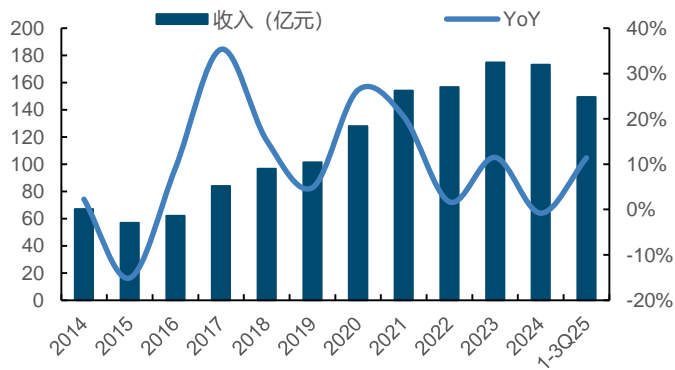


来源：iFinD，国金证券研究所

1.2、叉车业务现金流好，经营稳健

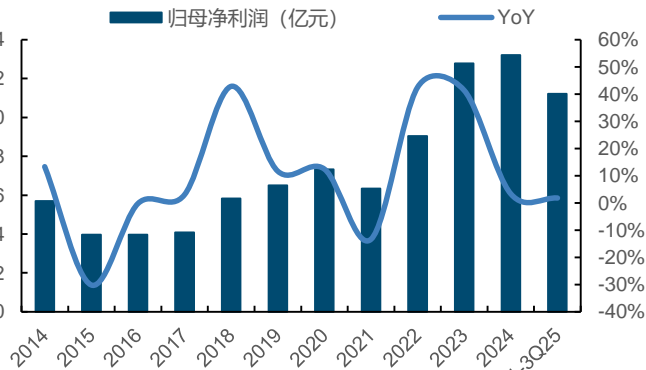
随着公司海外市场收入持续增长，公司海外收入占比从2019年约17%提升至2025年上半年43%；另外，产品结构上，公司高毛利电动叉车占比不断提升，从而带动公司整体收入稳健增长。2025年前三季度营收149.33亿元(+10.94%)，归母净利润11.21亿元(-4.88%)。

图表5：公司营收及其增速



来源：iFinD，国金证券研究所

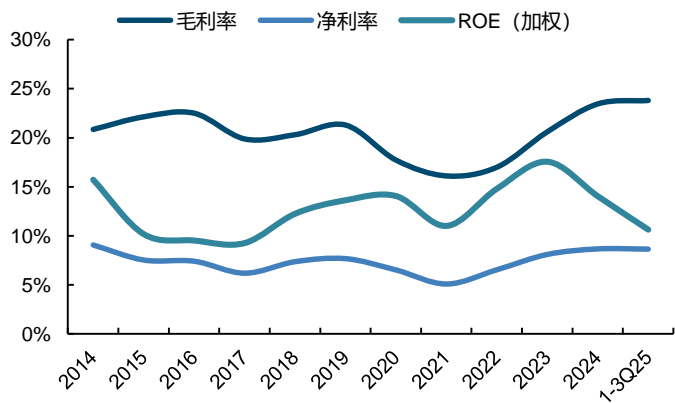
图表6：公司归母净利润及其增速



来源：iFinD，国金证券研究所

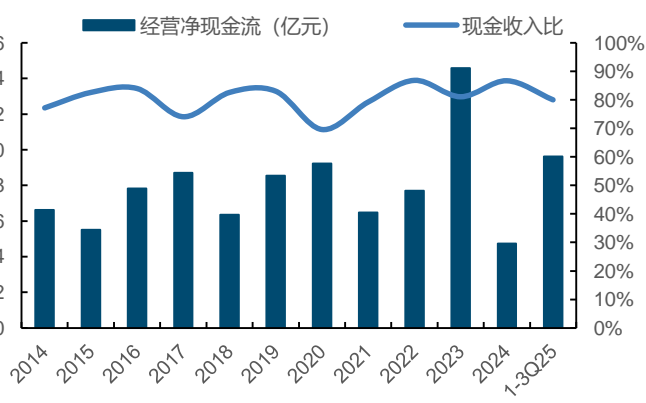
随着公司高毛利率的海外收入和电动叉车收入占比提升，公司盈利能力持续提升。公司下游国内直销为主，海外经销为主，总体来说现金流表现较好。

图表7：公司盈利能力



来源：iFinD，国金证券研究所

图表8：公司经营净现金流情况



来源：iFinD，国金证券研究所

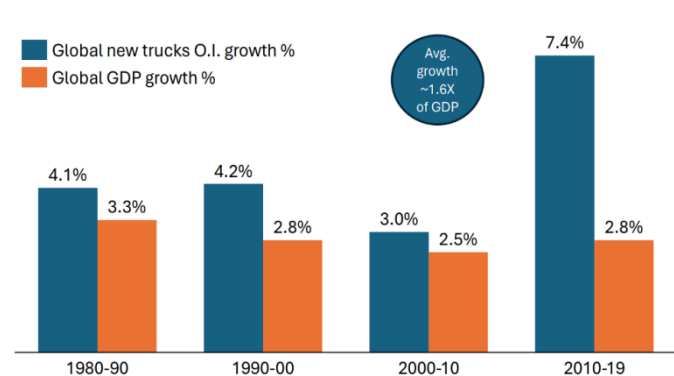


2、全球叉车需求回升，公司深化国际化战略

2.1、叉车需求韧性强，电动化持续升级

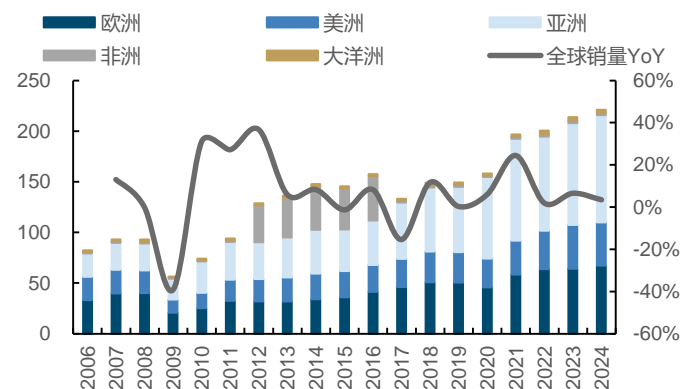
叉车使用范围相对分散，需求弹性较小，因此不易受下游单一行业需求波动影响，但是与宏观经济整体增长情况关系较为密切。叉车作为搬运工具，本质是替代人工，当下人工成本水涨船高，机器换人将是大势所趋，叉车的工业化和自动化特性十分符合下游领域需求。从历史上看，在过去的四十年里(不包括受公共卫生影响的2020年)，叉车销量增速约为全球GDP增速的1.6倍。尤其是金融危机后，全球叉车市场恢复增长，销量增速有周期性波动。

图表9：叉车长期需求跟经济活动相关



来源：kion 集团，国金证券研究所

图表10：全球叉车市场历年销量情况（万台）



来源：WITS，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，2024 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 14.46%、2.31%、56.84%和 26.39%。

图表11：叉车主要分类及 2024 年销量分布

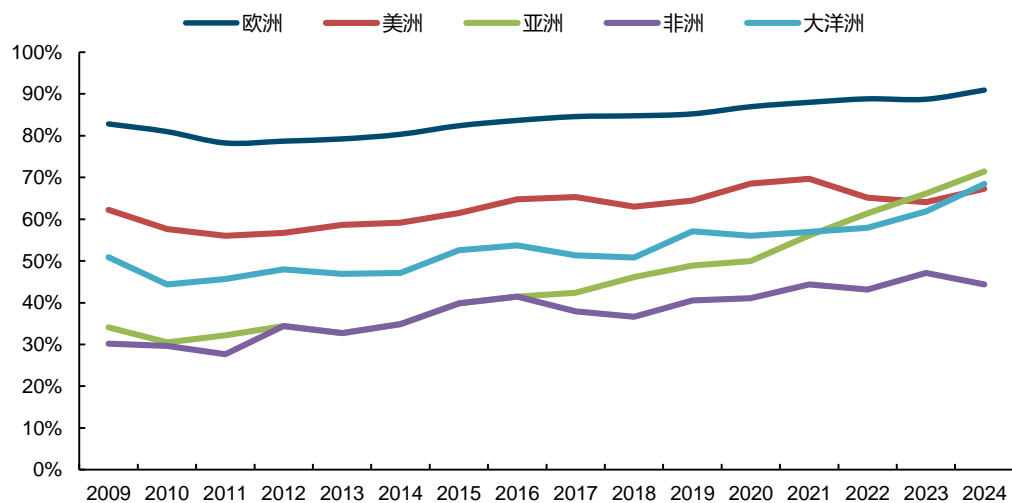


来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，杭叉集团年报，国金证券研究所

从产品结构看，电动叉车渗透率不断提升。随着全球各国对环境保护要求的不断提升，行业排放标准逐步升级，叉车的电动化占比结构也在持续优化。随着我国双碳"国家战略以及供给侧结构性改革的持续推进，我国叉车电动化率迅速提升，也带动亚洲叉车电动化持续提升。电动叉车产品附加值相对内燃叉车更高，毛利率水平较高；同时也是叉车智能化发展的基础，长期发展趋势确定性强。



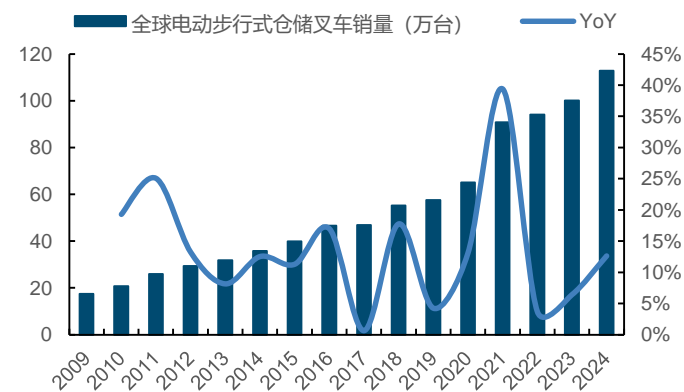
图表12：全球叉车电动化率持续提升



来源：WITS，国金证券研究所

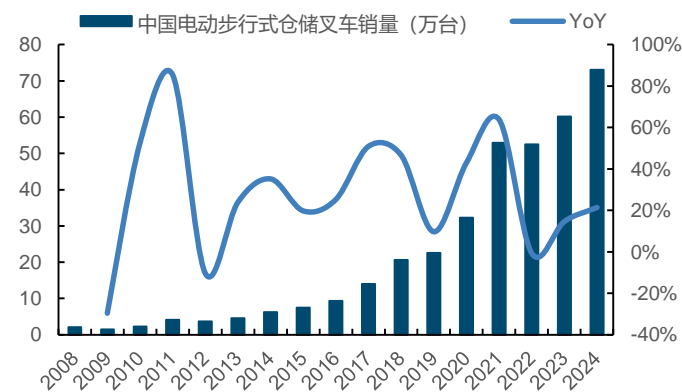
电动叉车包括电动平衡重乘驾式叉车（一类车）、电动乘驾式仓储叉车（二类车）和电动步行式仓储叉车（三类车），其中电动仓储叉车包括电动乘驾式仓储叉车（二类车）和电动步行式仓储叉车（三类车）。近年来，价值量较低的电动步行式仓储叉车（三类车）随着物料搬运效率提升以及手动搬运车向电动搬运车转换需求释放呈现爆发式增长，从而带动电动仓储叉车销售量快速增长。中国从2014年的6.2万台增长到2024年的73万台，复合年均增长率达28%，高于全球三类车复合增长率12%。

图表13：全球三类叉车销量及增速



来源：WITS，国金证券研究所

图表14：我国三类叉车销量及增速

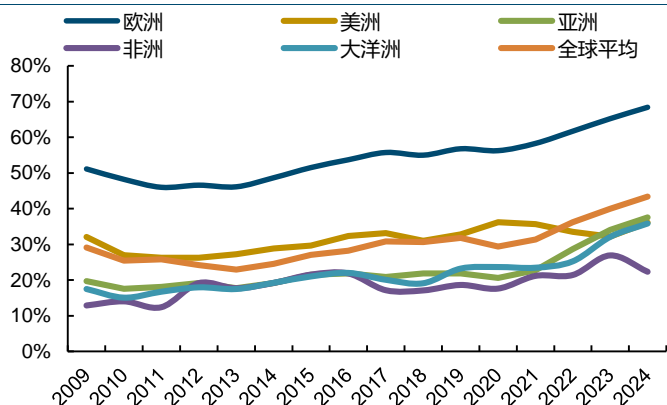


来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

平衡重式叉车电动化率仍有巨大提升空间。剔除电动步行式仓储叉车（三类车），高附加值的叉车平衡重式叉车仍有提升空间，传统内燃平衡重式叉车的预期销量将逐步缩减。2024年欧洲平衡重式叉车电动化率提升至68%，而中国仅35%，低于全球平均水平43%，发展潜力巨大。



图表15：全球平衡重式叉车电动化率水平



图表16：中国平衡重式叉车电动化率水平

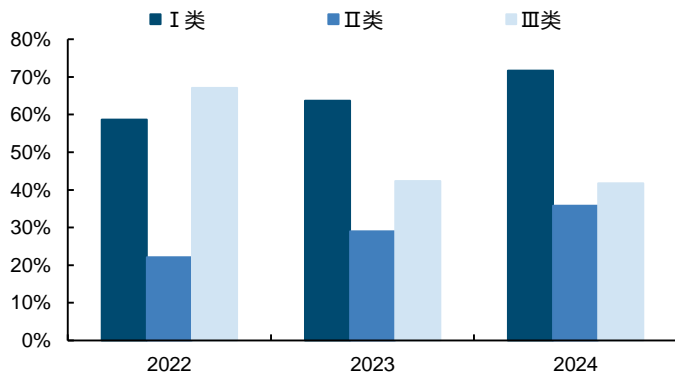


来源：WITS 世界工业车辆协会，国金证券研究所

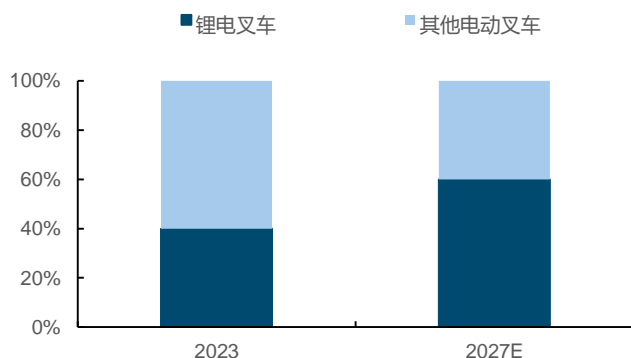
来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

新能源锂电池叉车车型竞争力明显提升，叉车锂电化已成为全球趋势。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。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，充电速度更快，使用寿命更长，维护成本较低，绿色环保。随着锂电池技术以及高压锂电驱动技术的不断进步，高压锂电叉车的动力更足，逐渐在更多场景性能完全替代燃油叉车。高压锂电驱动技术进步有望带动锂电池替代铅酸电池的进程持续进行。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会数据，2024 年我国锂电池叉车总销量为 44.88 万台，占电动叉车比例达 47.43%，在电动平衡重叉车中，锂电池叉车占比更是高达 71.71%。全球叉车龙头凯傲集团预计 2027 年他们电动叉车锂电化率将提升 60%。

图表17：全球平衡重式叉车电动化率水平



图表18：凯傲预计 2027 年电动叉车锂电化率达 60%



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

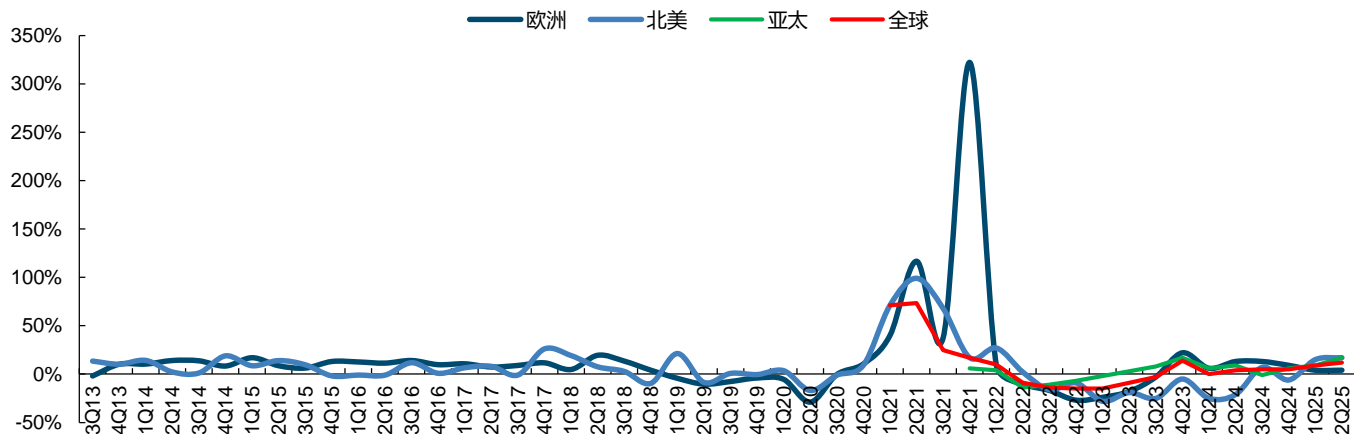
来源：凯傲集团官网，国金证券研究所

2.2、降息周期下，全球叉车需求景气拐点已现

叉车作为弱周期行业，在经历约 2 年下行期后，2025 年以来全球订单量显著增长。尤其是北美，从 1Q25 开始，叉车订单增速结束长达 10 个季度的下行。欧洲订单增速率先走出下行期，亚太订单增速总体表现较强的仍需。2Q25，欧洲、北美、亚太地区、全球合计叉车订单增速分别达 2%、17%、17%、12%。全球降息周期下，低利率环境降低了企业融资成本，有望刺激制造业设备投资和物流自动化升级。



图表19：全球叉车订单增速已企稳向上

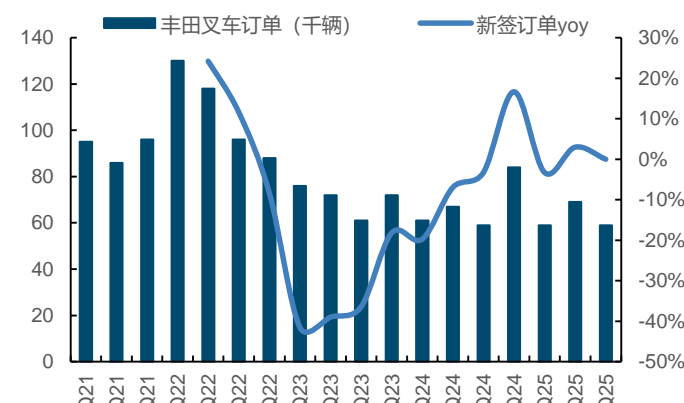
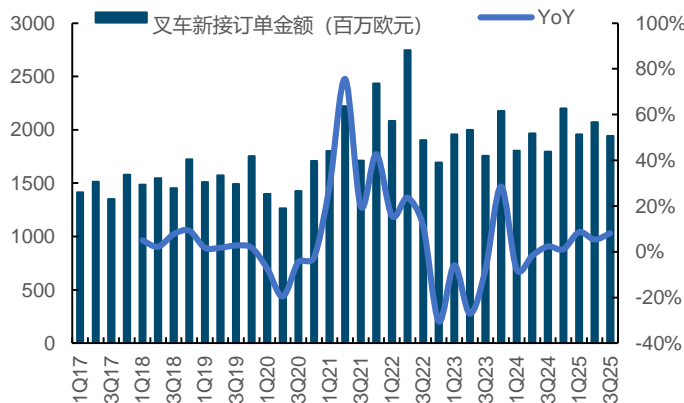


来源：WITS, 凯傲集团, 国金证券研究所

2025 年以来，全球叉车行业在降息周期与技术升级驱动下呈现结构性复苏，凯傲集团（KIONGroup）与丰田叉车（ToyotaMaterialHandling）作为头部企业订单也有向上趋势。3Q24 开始，凯傲集团叉车新接订单结束长达 7 个季度的下行期，实现同比转正，今年以来，订单增速呈现加速趋势。3Q25，凯傲集团叉车订单同比增长 8.1%。今年以来，丰田叉车订单总体正增长，从 4Q24 开始，结束长达 8 个季度的下行期。

图表20：凯傲集团叉车新接订单及增速

图表21：丰田叉车新接订单及增速

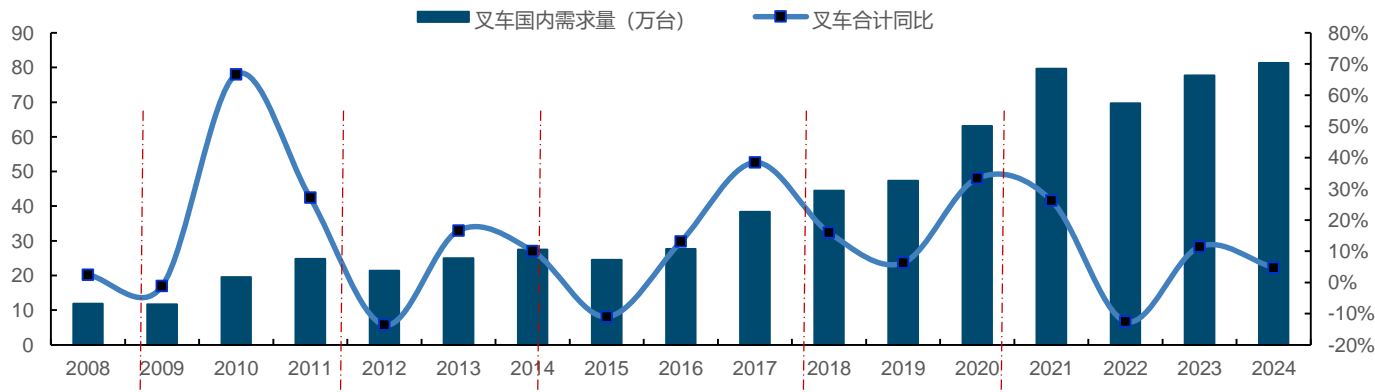


来源：凯傲集团官网, 国金证券研究所

来源：丰田工业官网, 国金证券研究所

叉车行业销量跟宏观经济高度相关，因此我国国内叉车需求周期呈现 3-4 年的波动变化规律。

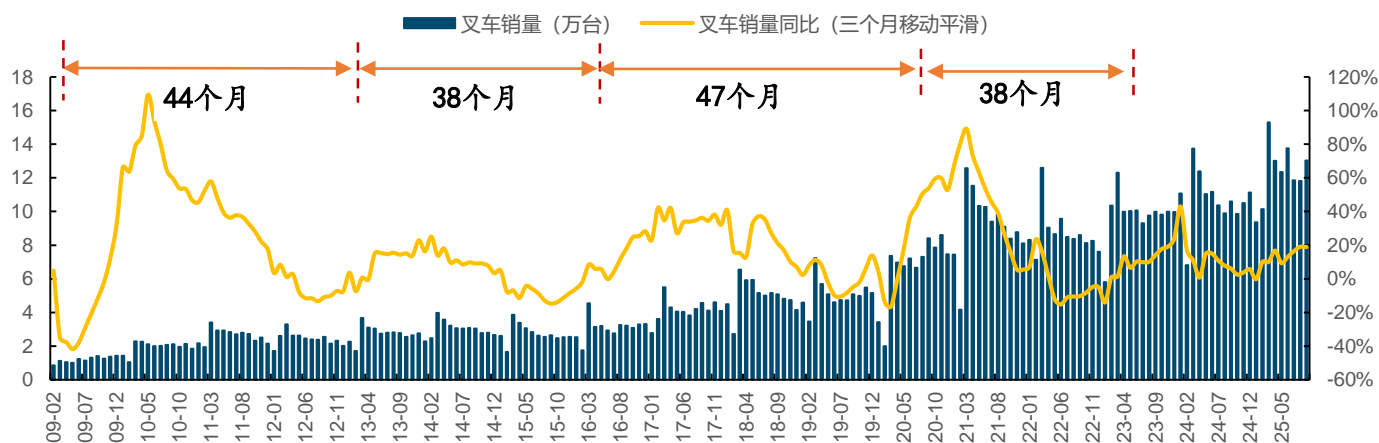
图表22：我国叉车国内销量呈现 3-4 年的波动周期



来源：中国工程机械工业协会, 国金证券研究所



图表23：我国叉车行业需求已进入景气上升通道



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

2.3、公司深化国际化战略，海外成重要增量来源

海外叉车市场空间广阔——仅海外叉车前装市场规模约是国内市场的 3 倍左右。根据我们测算，2024 年全球叉车前装市场规模约 1548 亿元，其中海外市场约 1183 亿元，国内市场约 365 亿元；关键假设：（1）参考安徽合力内燃车均价以及中力股份三类车均价，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。海外市场叉车配置较高，并有品牌溢价，除 III 类溢价 10%外（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24：2024 年海内外叉车前装市场空间测算

	一类车	二类车	三类车	四/五类车	合计
全球叉车销量(万台)	40	16	113	52	221
中国国内叉车销量(万台)	9	1	45	25	81
海外叉车市场销量合计(万台)	32	14	67	27	141
国产叉车单价(万元)	14	15	1.1	7	
海外叉车单价(万元)	18	20	1.2	9	
国内叉车市场规模(亿元)	121	17	50	177	365
海外叉车市场规模合计(亿元)	569	289	81	244	1,183
全球叉车前装市场规模(亿元)	690	306	131	422	1,548

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，国金证券研究所

公司积极谋划国际化产业布局，持续开拓海外市场。海外市场空间广阔，公司积极谋划国际化产业布局。公司已构建了“1 个中国总部+N 个海外中心+X 个全球团队”的全球化布局，形成“全球研发+本地制造+区域服务”一体化运营模式，同时投资设立首个海外制造工厂，进一步优化国际化布局，完善国际化运营体系。

图表25：公司全球化运营中心

序号	海外中心	地点	设立时间	覆盖范围
1	欧洲合力	法国	2014 年	法国及周边地区
2	东南亚合力	泰国	2018 年	东盟十国
3	美国合力	美国	2019 年	美国、加拿大、墨西哥
4	中东合力	阿联酋	2022 年	沙特、阿联酋等中东地区
5	合力欧亚	俄罗斯	2022 年	俄罗斯及中亚国家
6	欧洲总部及研发中心	德国	2024 年	欧洲 30+ 国家
7	南美合力	乌拉圭	2024 年	巴西、阿根廷等南美地区
8	澳洲合力	澳大利亚	2024 年	澳大利亚、新西兰

来源：公司公告，国金证券研究所

2025 年 3 月 10 日，公司决定在泰国进行全球化产能布局。投资总额约 4.25 亿元人民币（约合 6,000 万美元）。其中，公司出资约 3.2 亿元人民币，持有合力泰国公司 75%股权，



规划年产叉车 10000 台，年产锂电池组 10000 套。产能建设完成后，将可有效对冲地缘风险，应对部分国家针对公司叉车的关税壁垒，同时依托泰国的区位优势构建本土化供应链，大幅降低产品出口的物流与关税成本，提升产品在全球市场的价格竞争力。

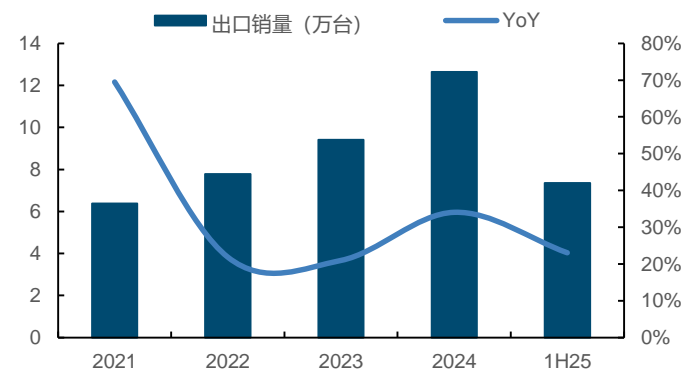
图表26：公司海外制造基地产能布局

公司海外首个制造基地情况	
制造基地	泰国工厂
设计产能	产能 1 万台叉车及 1 万套锂电池组的组装工厂
投产时间	2025 年已动工

来源：公司公告，国金证券研究所

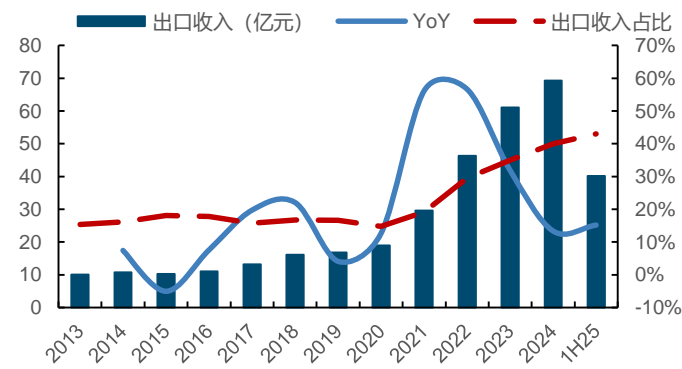
公司海外收入持续增长。随着公司海外渠道布局的完善以及公司电动叉车差异化产品竞争力的提升，公司海外出口收入持续增长。2025 年上半年，公司叉车整体出口销量增长了 23%，出口收入占主营业务收入比例约 43%。根据前文海外市场规模估算，2024 年海外叉车市场规模约 1183 亿元，则公司海外市场份额约 5.9%，成长潜力空间大。

图表27：历年公司出口叉车销量快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

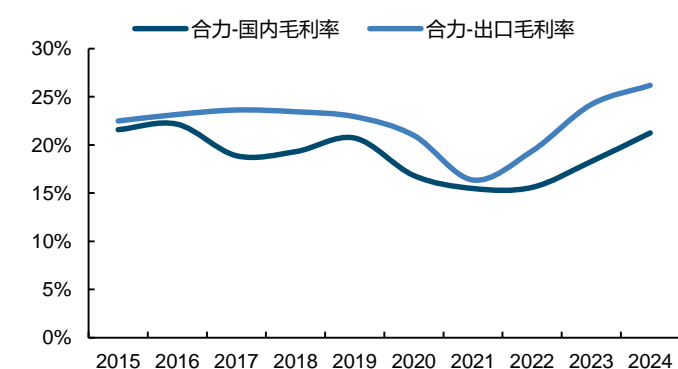
图表28：公司出口叉车收入快速增长、占比逐渐提升



来源：Wind，国金证券研究所

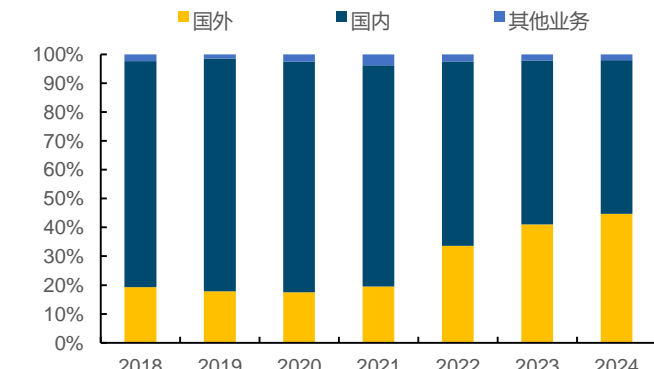
从盈利能力看，海外叉车市场盈利能力强。出口叉车产品相较于国内产品同等情况下配置略高、产品均价相对较高，且海外市场对标外资企业销售价格、因而竞争激烈程度低于国内市场，盈利能力相对较好。2024 年安徽合力外销毛利率较内销高 5pct。从毛利构成看，2024 年公司出口业务毛利占比提升至 45%。

图表29：公司外销毛利率高于内销毛利率



来源：IFind，国金证券研究所

图表30：历年公司各地区毛利占比



来源：IFind，国金证券研究所

3、智能物流业务打造第二增长曲线

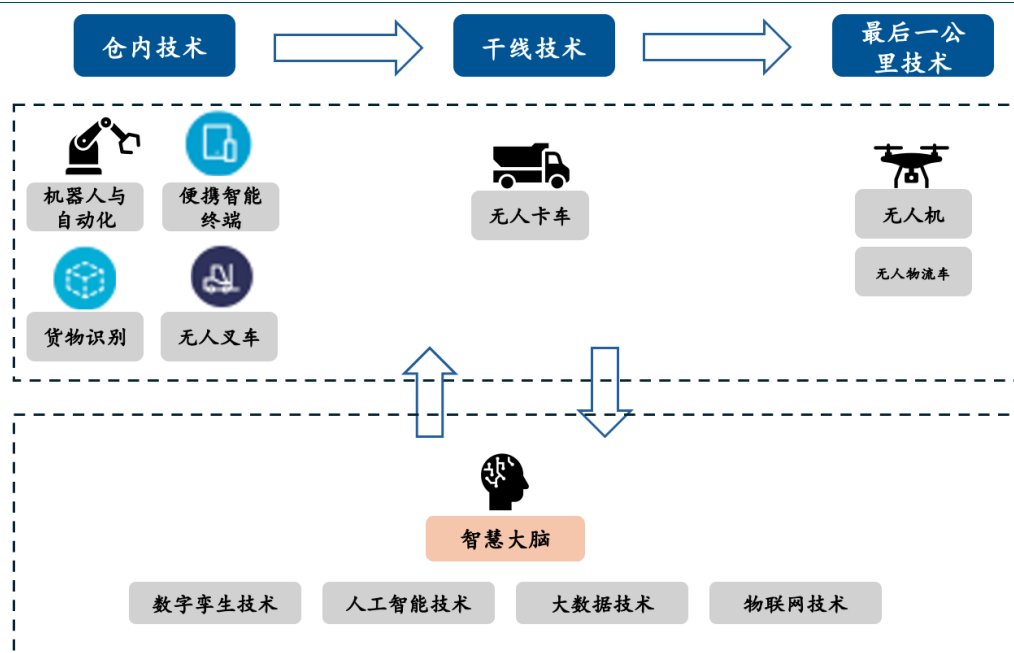
3.1、具身智能赋能，无人叉车、智能物流市场空间广阔

“认知”与“执行”高度统一重塑智慧物流生态新范式。相对传统方案的算法平台与自动化设备彼此割裂，执行端仅仅是单一的“自动化执行”（手脚），数据沉淀也十分碎片化，更不能实时、有效地反哺决策系统，形成一个可持续进化的智能闭环。依托 AI、具



身智能等前沿技术，物流行业物流正引领行业从“机械化作业”向“认知化智能”加速跃迁，逐渐形成“认知”与“执行”的高度统一，无缝衔接、双向赋能。这对于降低全社会物流成本，科技驱动行业高质量发展有重要意义。

图表31：智慧物流技术新范式



来源：中国智慧物流发展报告，国金证券研究所

无人叉车、机器人将助力企业实现物流无人化、智能化升级。内部物流自动化已成为全球公认的未来发展大趋势，未来无人叉车、机器人有望凭借全球领先的导航定位、感知、伺服控制等技术和全栈式智能物流解决方案，覆盖平面转运、高位货架存取、室外/半室外无人装卸等全场景需求，助力企业实现物流无人化、智能化升级。

图表32：仓内物流自动化从原材料接收至存储的整套无人解决方案

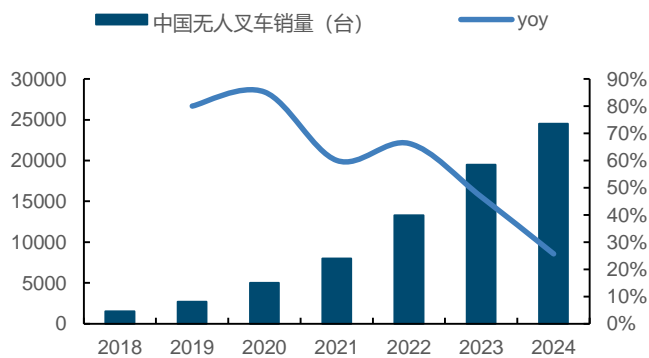


来源：国金证券研究所

我国无人叉车市场规模快速增长，但渗透率仍然很低。2019-2024 年销量复合增长率（CAGR）高达 55%，显著高于传统叉车销量增速，成为物流装备领域增长最快的细分品类之一。2024 年销量达 2.45 万台，同比增长 26%，但渗透率仅约 1.9%。2025 年上半年，无人叉车销量同比增长 266.7%，成为行业增长的新亮点。

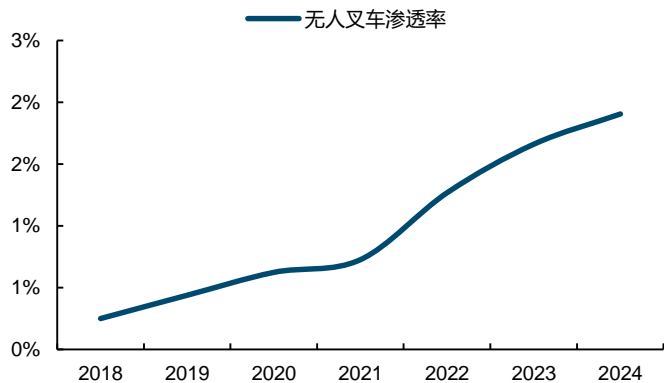


图表33：2018-24 年中国无人叉车销量与增长率



来源：CMR 产业联盟数据，国金证券研究所

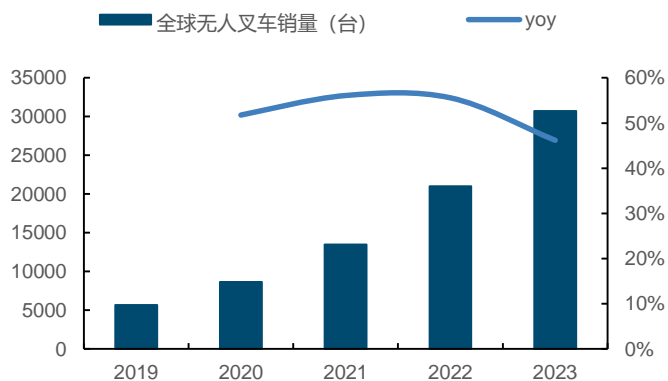
图表34：中国无人叉车渗透率仍较低



来源：CMR 产业联盟数据，中国工业车辆协会，国金证券研究所

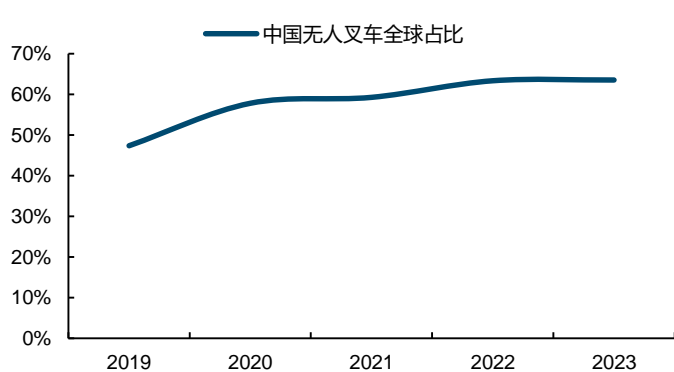
随着技术的不断进步、性价比提升和市场需求的不断增长，全球无人叉车市场有望在未来实现更大的突破和发展。2023 年全球无人叉车销量约为 3.07 万台，同比+46.19%。我国已成为无人叉车第一大销售市场，全球销量占比从 2019 年的 47% 提升至 2023 年的 64%。

图表35：全球无人叉车销售数量与市场增长率



来源：叉式移动机器人产业发展蓝皮书（2024 版），国金证券研究所

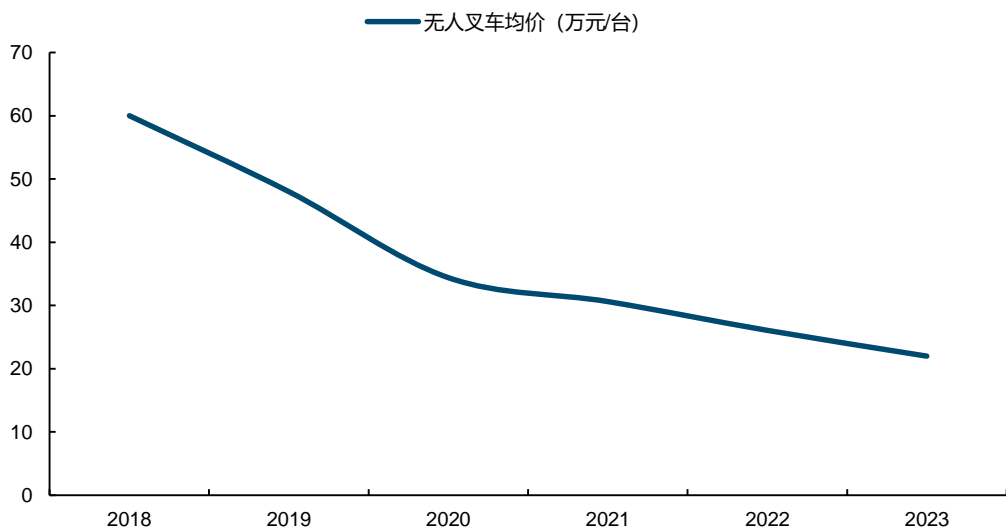
图表36：中国无人叉车占比全球第一



来源：叉式移动机器人产业发展蓝皮书（2024 版），国金证券研究所

随着国产核心部件（如激光雷达、运动控制器）的成熟，无人叉车价格下降趋势明显。一是市场应用范围的扩大，产品开始逐渐规模化应用后带来的成本下降。二是供应链体系的不新成，尤其是国产零部件的崛起，带动了叉式移动机器人相关核心部件价格的下降；最后，市场入局者的增加，竞争加剧带来的价格战也是因素之一。未来伴随着规模化应用的进一步加速以及相关核心部件成本的下降，无人叉车价格还有望继续下降。

图表37：2018-2023 年无人叉车均价



来源：叉式移动机器人产业发展蓝皮书（2024 版），国金证券研究所



无人叉车经济性已然显现，驱动长期发展。无人叉车不受时间和疲劳限制，能够实现 24 小时连续运行，大幅提升仓储作业的时效性。并且有效减少对人工叉车司机、拣货员的需求，长期来看人力成本大幅降低。同时，它还能减少因人工操作不当导致的货物破损、设备损耗和安全事故，综合运营成本显著下降。根据我们的测算，通常 2-3 年即可收回投资。

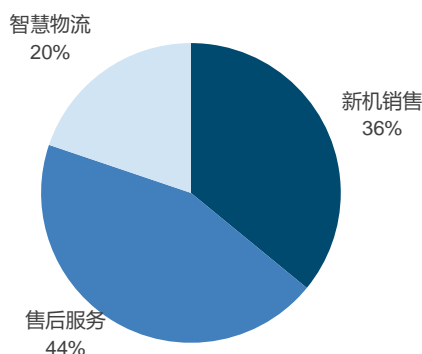
图表38：无人叉车与传统叉车比投资回收期对比

	传统电叉	无人叉车
购置成本（万元/台）	10	25
维护费用（万元/年）	0.3	2
替代人工工资（万元）	一班倒 7.5 二班倒 15	
一年总花费	一班倒 17.8 二班倒 25.3	27
两年总花费	一班倒 25.6 二班倒 40.6	29
三年总花费	一班倒 33.4 二班倒 55.9	31

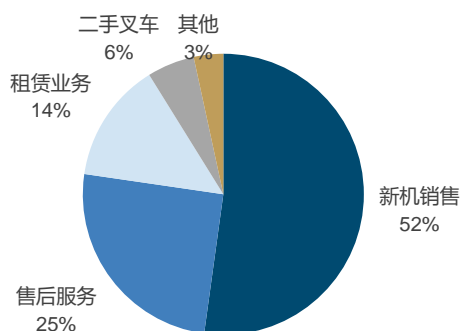
来源：叉式移动机器人产业发展蓝皮书（2024 版），国家统计局，国金证券研究所

围绕叉车全生命周期及相关物流自动化的业务市场空间广阔。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，同时延伸出相关物流自动化相关业务，形成自动化全生命周期的所有业务。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。全球龙头叉车公司后市场业务规模体量甚至高于叉车新机销售市场，丰田工业公司 2025 财年叉车业务中新机销售收入仅占 36%，2024 年凯傲集团新机销售收入占比仅占 52%。

图表39：FY2025 财年丰田叉车业务收入构成



图表40：2024 财年凯傲集团收入构成



来源：丰田工业，国金证券研究所

来源：凯傲集团，国金证券研究所

3.2、公司积极拥抱具身智能，打造第二增长曲线

公司已开始大力布局智能物流业务。作为国内叉车行业的领军企业，公司加快数字化、智能化转型步伐，2024 年收购宇锋智能，补齐了无人叉车、自动化立库等全产业链服务能力，目前已构建了覆盖 8 大类、22 个品种、超 100 种型号的智能物流产品矩阵，已跳出单一设备制造范畴，向智慧物流整体解决方案提供商转型。今年前三季度智能物流业务营收同比增长超 100%，成为强劲的“第二曲线”。



图表41：公司智能化产品



来源：公司公告，国金证券研究所

智慧物流下游应用看，公司持续加大投入，构建了“智能仓储、智能搬运、智能工厂、智能园区”四大核心业务，形成全栈式的解决方案能力，覆盖搬运、多层堆叠、密集存储、高位存储等应用场景。今年公司智能物流发展大会上，合力宇锋与 8 家行业领军企业集中签约，在智慧物流系统、轮胎技术研发、新能源、冷链物流园等领域达成深度战略合作，签单金额近 4 亿元，并为 21 家行业生态伙伴合作授牌，展现出强大的产业号召力。

图表42：公司提供全场景智能物流全栈式解决方案

图表43：公司智慧物流业务深耕场景应用



来源：国金证券研究所



来源：国金证券研究所

生态合作层面，公司展现出更加开放的姿态。与华为共建的“天工实验室”在数据通讯、无人智驾、智慧园区等领域展开联合攻关；与江淮前沿协同创新中心成立“天枢实验室”深度布局具身智能移动机器人产品与物流场景应用；与顺丰、京东等物流巨头的合作，让创新技术在真实场景中炼成金。



图表44：公司与华为成立天工实验室



安徽合力 × 华为技术有限公司 联合创新·天工实验室

技术焦点：数据通信产品与智慧物流园区解决方案

双方将依托“天工实验室”，在数据通信、无人智驾等五大关键技术领域深度合作，共同开展产品研制、智慧园区解决方案共创等多项业务创新。

来源：公司官网，国金证券研究所

图表45：公司与江淮前沿院成立天枢实验室



安徽合力 × 江淮前沿技术协同创新中心 联合创新·天枢实验室

技术焦点：具身智能机器人

落实“人工智能+”行动，发展“具身智能”，推动工业物流装备从“自动化”升级为能自主感知、决策和操作的“智能化”实体。

来源：公司官网，国金证券研究所

积极拥抱具身智能产业新方向，有望成为全球领跑先锋。“AI+具身智能”已成为智能物流产业的未来发展方向，具身智能在物流领域的应用正从确定性任务向灵活性任务拓展，价值潜力巨大。公司正通过技术迭代与场景深耕，加速向具身智能机器人领域转型。2025年11月，合力智能物流发展大会召开，具身机器人与人形机器人在复杂交互场景下的首次亮相。

图表46：公司智能化产品



来源：智能装备在线，国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

国内情况：考虑到公司市占率提升，我们预计 2025-27 年公司叉车国内销量增速分别为 8%、10%、8%，均价方面保持稳定，因而预计 2025-27 年公司国内叉车收入增速分别为 6.54%、10.00%、8.00%。毛利率总体保持稳定。

国外情况：考虑到公司出口份额提升，我们预计 2025-27 年公司出口叉车销量增速分别为 16%、20%、16%，均价方面总体保持稳定，因而预计 2025-27 年公司国内叉车收入增速分别为 22.75%、20.00%、16.00%。毛利率总体保持稳定。

费用率方面：我们预计 2025-27 年公司销售费率为 5%/5%/5%，研发费用率分别为 6.6%/6.4%/6.4%，管理费用率 3.5%/3.5%/3.5%。



综上，我们预计公司 2025-27 年收入 195、223.5、249 亿元，收入增速分别为 12.9%、14.24%、11.58%。

图表47：盈利预测

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	174.60	173.26	195.67	223.53	249.41
收入增长率	13.25%	-0.77%	12.93%	14.24%	11.58%
综合毛利率	20.56%	23.46%	23.91%	23.84%	23.97%
中国大陆					
收入	111.90	101.86	108.52	119.38	128.93
收入增长率	2.52%	-8.97%	6.54%	10.00%	8.00%
毛利率	18.23%	21.25%	20.00%	20.00%	20.00%
国外情况					
收入	61.10	69.28	85.04	102.05	118.38
收入增长率	31.91%	13.39%	22.75%	20.00%	16.00%
毛利率	24.22%	26.20%	28.00%	28.00%	28.00%
其他地区					
收入	1.60	2.12	2.1	2.1	2.1
收入增长率	26.98%	32.50%	-0.94%	0.00%	0.00%
毛利率	43.75%	39.99%	43.46%	45.00%	45.00%

来源：Wind，国金证券研究所

4.2、投资建议

预计公司 2025-27 年归母净利润为 14、16、18.7 亿元，对应 PE 分别为 14/12/11 倍。考虑到公司市场地位稳固，国际化、智能化转型下新的成长空间，给予公司 26 年 15xPE，目标价 27.57 元，维持公司“买入”评级。

图表48：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				
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
1	603298.SH	杭叉集团	357.32	17.2	20.2	22.5	25.3	28.6	20.8	17.7	15.9	14.1	12.5
2	603194.SH	中力股份	154.63	8.1	8.4	9.2	10.5	12.5	19.2	18.4	16.7	14.7	12.4
3	603611.SH	诺力股份	62.9	4.6	4.6	5.1	6.0	7.2	13.7	13.6	12.3	10.5	8.7
		平均数									15.0	13.1	11.2
	600761.SH	安徽合力	198.6	12.8	13.2	14.0	16.4	18.7	15.5	15.1	14.2	12.1	10.6

来源：Wind，国金证券研究所（注：除安徽合力外，其余均取万得一致预测，估值日期 2025 年 12 月 26 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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	15,673	17,471	17,325	19,567	22,353	24,941
增长率		11.5%	-0.8%	12.9%	14.2%	11.6%
主营业务成本	-13,010	-13,869	-13,261	-14,888	-17,024	-18,963
%销售收入	83.0%	79.4%	76.5%	76.1%	76.2%	76.0%
毛利	2,663	3,601	4,064	4,678	5,329	5,977
%销售收入	17.0%	20.6%	23.5%	23.9%	23.8%	24.0%
营业税金及附加	-93	-111	-109	-157	-179	-200
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-552	-707	-880	-978	-1,118	-1,247
%销售收入	3.5%	4.0%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-426	-453	-571	-685	-782	-873
%销售收入	2.7%	2.6%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	-616	-892	-1,086	-1,291	-1,431	-1,596
%销售收入	3.9%	5.1%	6.3%	6.6%	6.4%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	976	1,439	1,418	1,567	1,820	2,061
%销售收入	6.2%	8.2%	8.2%	8.0%	8.1%	8.3%
财务费用	43	-8	-31	-40	-28	-7
%销售收入	-0.3%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-34	-52	-50	-19	-8	-3
公允价值变动收益	41	79	49	30	30	30
投资收益	73	97	181	100	100	100
%税前利润	6.2%	6.0%	10.4%	5.7%	4.9%	4.3%
营业利润	1,146	1,622	1,728	1,758	2,033	2,301
营业利润率	7.3%	9.3%	10.0%	9.0%	9.1%	9.2%
营业外收支	18	10	17	10	10	10
税前利润	1,165	1,632	1,745	1,768	2,043	2,311
利润率	7.4%	9.3%	10.1%	9.0%	9.1%	9.3%
所得税	-139	-217	-245	-248	-286	-324
所得税率	11.9%	13.3%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,025	1,416	1,500	1,521	1,757	1,987
少数股东损益	121	137	181	120	120	120
归属于母公司的净利润	904	1,278	1,320	1,401	1,637	1,867
净利率	5.8%	7.3%	7.6%	7.2%	7.3%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,025	1,416	1,500	1,521	1,757	1,987
少数股东损益	121	137	181	120	120	120
非现金支出	289	342	414	431	442	458
非经营收益	-124	-160	-200	-46	-61	-74
营运资金变动	-421	-140	-1,241	-818	-420	-386
经营活动现金净流	770	1,458	473	1,087	1,719	1,985
资本开支	-674	-669	-839	-321	-445	-445
投资	-720	-1,321	-247	434	30	30
其他	119	169	298	100	100	100
投资活动现金净流	-1,275	-1,820	-789	213	-315	-315
股权募资	2,043	0	44	0	0	0
债权募资	774	260	417	691	-281	-504
其他	-437	-405	-1,119	-649	-734	-813
筹资活动现金净流	2,380	-146	-659	42	-1,016	-1,317
现金净流量	1,872	-514	-934	1,341	388	353

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,472	2,833	1,200	2,498	2,855	3,186
应收款项	1,787	2,370	2,769	2,878	3,282	3,662
存货	2,097	2,285	3,384	4,079	4,664	5,195
其他流动资产	3,607	4,893	5,436	4,868	4,910	4,949
流动资产	10,963	12,381	12,789	14,323	15,712	16,993
%总资产	74.2%	73.3%	66.9%	68.7%	70.6%	72.2%
长期投资	640	844	1,301	1,597	1,597	1,597
固定资产	2,341	2,887	3,890	3,816	3,821	3,803
%总资产	15.8%	17.1%	20.4%	18.3%	17.2%	16.2%
无形资产	566	496	709	737	765	792
非流动资产	3,811	4,517	6,317	6,515	6,537	6,536
%总资产	25.8%	26.7%	33.1%	31.3%	29.4%	27.8%
资产总计	14,774	16,898	19,105	20,838	22,249	23,529
短期借款	837	1,120	2,550	3,241	2,960	2,456
应付款项	2,583	3,136	3,514	3,668	4,194	4,672
其他流动负债	465	557	708	691	786	875
流动负债	3,885	4,813	6,772	7,600	7,939	8,002
长期贷款	1,500	1,508	685	685	685	685
其他长期负债	2,009	2,315	642	601	570	547
负债	7,394	8,636	8,099	8,886	9,194	9,235
普通股股东权益	6,774	7,758	10,275	11,100	12,083	13,203
其中：股本	740	740	891	891	891	891
未分配利润	4,594	5,484	6,313	7,153	8,136	9,256
少数股东权益	605	504	732	852	972	1,092
负债股东权益合计	14,774	16,898	19,105	20,838	22,249	23,529

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.222	1.727	1.482	1.573	1.838	2.097
每股净资产	9.152	10.481	11.535	12.463	13.566	14.824
每股经营现金净流	1.041	1.969	0.531	1.220	1.929	2.229
每股股利	0.350	0.400	0.600	0.629	0.735	0.839
回报率						
净资产收益率	13.35%	16.48%	12.84%	12.62%	13.55%	14.14%
总资产收益率	6.12%	7.56%	6.91%	6.72%	7.36%	7.94%
投入资本收益率	7.50%	9.83%	8.55%	8.48%	9.36%	10.16%
增长率						
主营业务收入增长率	1.66%	11.47%	-0.83%	12.94%	14.24%	11.58%
EBIT 增长率	27.66%	47.46%	-1.43%	10.51%	16.11%	13.29%
净利润增长率	42.62%	41.36%	3.25%	6.14%	16.89%	14.05%
总资产增长率	26.96%	14.38%	13.06%	9.07%	6.77%	5.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.7	37.2	45.3	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	57.8	57.7	78.0	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	53.2	52.6	62.3	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	48.2	43.4	69.5	58.3	47.8	39.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-37.18%	-37.37%	-22.02%	-19.50%	-22.75%	-26.61%
EBIT 利息保障倍数	-22.9	170.6	46.0	39.3	65.2	280.9
资产负债率	50.05%	51.11%	42.39%	42.64%	41.33%	39.25%

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	1	4	4	4	16
增持	1	3	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.43	1.43	1.43	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。

任何形式的复制、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



【公众号】
国金证券研究