

2023年04月14日
安徽合力(600761.SH)

ESSENCE

 公司深度分析

证券研究报告

叉车

乘国改浪潮，擎锂电化与国际化新机遇

——国企改革专题报告系列二

国内叉车行业领先制造商，稳健经营开启新一轮国企改革序幕：

安徽合力作为省国资委下属地方国企，历史悠久，前身成立于1958年，主要从事叉车等工业车辆及其关键零部件的研发制造，综合实力位列国内第一，全球第七。自1996年上市以来至2022年，营收复合增速14.8%，归母净利润复合增速12.7%，业务规模稳步扩大，经营稳健，已累计实施现金分红23次，分红率达34.32%，为股东提供长期稳定回报。2022年，国企改革三年行动计划收官，通过对职业经理人制度与董事会管理办法的完善，建立健全市场化经营机制，在经营质量和盈利水平提升上取得一定成效，毛、净利率分别为16.99%、6.54%，分别同比+0.89、+1.45pct。未来，公司国企改革有望进一步深化：产品端围绕锂电化趋势推陈出新，营销端围绕国际化趋势迈入渠道建设红利期，管理端继续提质增效加深市场化程度。公司进一步巩固整体竞争实力的同时，盈利水平有望持续提升。

经济增长促进叉车销量稳步提升，2023年内需有望逐步复苏：

从需求驱动因素来看：叉车下游应用广泛，综合中国工程机械工业协会和Global Market Insights数据，叉车下游仓储物流行业及制造业领域应用占比可达55%-65%。因此受益于宏观经济规模扩大，叉车销量规模稳步提升，根据Interact Analysis和中国工程机械工业协会，2012-2022年，全球、中国叉车销量CAGR分别为8.1%、13.7%，分别达到205、104.8万台。从竞争格局来看：整体格局相对稳定，且中国市场双寡头垄断，相对全球更为集中，安徽合力和杭叉集团占据国内市场销量前二，市场份额接近50%，在产品与渠道双重优势下，体现出强者恒强的特点。从周期波动角度来看，叉车TTM累计销量增速具有周期性特点，上行与下行阶段一般为3-4年，自2021年5月起，在经历超过1年半增速下行后，我们认为叉车需求当前处于周期底部位置，鉴于2023年1-3月国内PMI指数连续处于50以上，伴随制造业景气上行，叉车需求有望复苏，龙头率先受益。

公司成长性看点聚焦锂电化、国际化与AI赋能：

(1) 锂电化促进销售结构升级，释放收入增长弹性：得益于锂电池技术成熟以及锂电叉车运营成本优势，行业锂电化趋势处于加速阶段，带动销量结构升级。2022年，在行业销量略有下滑背景下，电动平衡重锂电叉车（I类）销量13.21万，同比+16.92%，占比12.6%，同比+2.32pct，对比内燃平衡重式叉车（IV/V类）销量37.32万台，

投资评级	买入-A 维持评级
6个月目标价	21.2元
股价(2023-04-13)	18.69元

交易数据	
总市值(百万元)	13,833.98
流通市值(百万元)	13,833.98
总股本(百万股)	740.18
流通股本(百万股)	740.18
12个月价格区间	8.62/20.55元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.1	30.0	90.3
绝对收益	-1.6	29.9	88.6

郭倩倩 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

高杨洋 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523030001

gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

稳健经营分红率高，锂电化
与国际化布局加速 2023-04-03

同比-15.49%，占比 35.6%，同比-4.56pct。我们预计至 2025 年，I 类车销量占比有望持续提升至 25%，IV/V 类车销量占比可能降低至 26%。公司作为行业龙头，2022 年 I 类车销量增速表现超越行业达到 22%，引领行业锂电化趋势，其销量结构的优化升级趋势有望和行业保持一致，受益于 I 类车锂电款平均价值量高于 IV/V 类，公司销售收入增长弹性有望高于销量增长弹性。

(2) 国际化正处于渠道布局红利期，出口有望保持高增长：2022 年公司海外收入 46.3 亿元，同比+56.6%，占比 29.6%，同比+9.4pct；2019-2022 年，海外收入 CAGR 达 40%，业务规模显著扩大的核心驱动力，一方面在于海外存量市场锂电化替代及叉车需求自然增长；另一方面，离不开公司海外渠道与服务体系的建设完善。公司目前海外市场份额较低，根据我们粗略估算或不到 5%，正处于渠道布局红利期，2014-2022 年，公司陆续建立欧洲、东南亚、北美、中东和欧亚中心，公司海外业务规模有望保持高速扩张。

(3) AI 赋能加速公司数字化转型，有望推动商业模式升级：公司搭建智能制造、智能产品、智能服务与工业互联网相融合的“三智一网”新路径，将数字化与公司业务深度融合。2022 年，公司智能业务板块实现营收同比增长 158%，传统工业车辆的智能解决方案正深度产于到国家工业 4.0 进程，在制造、产品、服务层面增强机器自主思考、学习能力，加快产品迭代、产业升级速度，顺应行业发展趋势，也是公司长期的发展战略。

投资建议：我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 181.3/210.1/248.4 亿元，同比增速 15.7%/15.9%/18.2%，归母净利润分别为 11.6/13.5/16.3 亿元，同比增速 28.6%/16.3%/20.4%，对应 PE 分别为 12/10/9 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示：市场竞争加剧致毛利率承压；海外拓展不及预期；内控优化不及预期；国内市场复苏不及预期；原材料成本上行风险；假设及测算不及预期。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	154.2	156.7	181.3	210.1	248.4
净利润	6.3	9.0	11.6	13.5	16.3
每股收益(元)	0.86	1.22	1.57	1.83	2.20
每股净资产(元)	7.85	9.15	9.90	11.33	13.18

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	21.8	15.3	11.9	10.2	8.5
市净率(倍)	2.4	2.0	1.9	1.7	1.4
净利率	4.1%	5.8%	6.4%	6.4%	6.6%
净资产收益率	10.9%	13.3%	15.9%	16.1%	16.7%
股息收益率	1.9%	0.0%	2.1%	2.2%	1.9%
ROIC	27.8%	30.5%	30.5%	52.7%	40.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目 录

1. 公司介绍：国内叉车企业领先制造商，国企改革加深市场化水平	5
1.1. 发展历程：深耕叉车主业，国企改革新起点	5
1.2. 股权架构：地方国有企业，股权结构稳定	5
1.3. 主营业务：产品品类丰富，整机、后市场及数字化技术全布局	7
1.4. 财务分析：营收规模持续扩大，经营稳健保持高分红率	8
2. 行业：内销需求有望弱复苏，叉车龙头渠道下沉优势显著	10
2.1. 叉车行业下游应用领域广泛，产品需求相对多元	10
2.2. 中国市场需求占据全球半壁江山，国内市场有望迎来弱复苏	11
2.3. 全球叉车竞争格局稳定，龙头厂商具备产品、渠道优势	14
2.3.1. 全球叉车制造格局集中，占据海外市场的外资品牌具有较高销售额表现	14
2.3.2. 国内叉车制造双龙头格局稳定，2021 年占据市场近 50% 份额	14
2.3.3. 产品力、渠道力作为叉车关键竞争要素，缺一不可	15
3. 锂电化+国际化助公司高质量发展，拥抱 AI 赋能商业模式升级	17
3.1. 行业锂电化趋势加速，销量结构优化升级释放营收增长弹性	17
3.2. 公司处于海外渠道布局红利期，海外业务有望保持较快增长	21
3.3. AI 助力公司发展“三智一网”新模式，迈向工业 4.0 时代	24
4. 盈利预测与投资建议	26
5. 风险提示	28

目 录

图 1. 安徽合力发展历程	5
图 2. 公司股权结构稳定（截至 2023 年 4 月 1 日）	6
图 3. 安徽合力主要产品图例	7
图 4. 2006-2022 年主营业务占比情况	7
图 5. 2012-2022 年公司历年叉车销量及同比增速	7
图 6. 安徽合力全国整机制造基地布局	8
图 7. 2012-2022 年公司营业总收入及同比增速	8
图 8. 2012-2022 年公司归母净利润及同比增速	8
图 9. 2012-2022 年公司销售毛利率及净利率	9
图 10. 2012-2022 年公司各项期间费用率	9
图 11. 1997-2022 年公司应收账款周转率及存货周转率	9
图 12. 2013-2022 年公司经营性净现金流及净利润情况	9
图 13. 2000-2021 年公司现金分红总额及股利支付率	9
图 14. 2020 年国内市场叉车下游应用分布	10
图 15. 2022 年全球市场叉车下游应用分布	10
图 16. 2011-2022 年全球叉车销量及增速	12
图 17. 1999-2022 年中国叉车销量及增速	12
图 18. 2010-2022 年行业总需求保持上升趋势	12
图 19. 2008-2022 年叉车销量增速与 PMI 指数增速对比	12
图 20. 2010-2022 年制造业与物流业总需求与叉车销量两者呈正相关关系	13
图 21. 2009-2022 年叉车累计 TTM 销量呈周期性变动	13
图 22. 2009-2022 年中国叉车出口数量及同比增速	14
图 23. 2009-2022 年中国叉车出口比重上升	14

图 24. 2021 年全球叉车厂商前十销售额	14
图 25. 2021 年全球叉车销量前五占比	14
图 26. 2021 年国内叉车厂商市占率	15
图 27. 2015-2022 年安徽合力、杭叉集团市占率	15
图 28. 2015-2022 年安徽合力、杭叉集团叉车销量	15
图 29. 2018-2022 年合力研发费用及研发费用率	16
图 30. 2018-2022M1-9 杭叉研发费用及研发费用率	16
图 31. 合力国内营销网点布局	17
图 32. 杭叉国内营销网点布局	17
图 33. 2008-2022 年四类叉车销量结构	18
图 34. 2008-2022 年电动叉车占比逐年提高	18
图 35. 2008-2022 年平衡重叉车电动化率逐年提高	19
图 36. 2008-2022 年电动平衡重叉车销量逐年提高	19
图 37. 2021 年合力分车型销量结构	20
图 38. 2022 年合力分车型销量结构	20
图 39. 安徽合力锂电叉车布局	21
图 40. 2012-2022 年合力国内外收入占比情况	22
图 41. 2012-2022 年合力国外收入及增速	22
图 42. 2016、2022 年合力叉车出口 CAGR=34%	22
图 43. 2012-2022 年合力叉车国内外市场毛利率差异	22
图 44. 安徽合力国际化布局	24
图 45. 公司智能化生产车间	24
图 46. 公司智能化生产车间	24
图 47. AI 赋能 AGV 智能应用场景	25
图 48. 合力智能车队管理系统 (FICS)	25
表 1: 世界叉车行业厂商排名	5
表 2: 公司管理团队及核心技术人员经验丰富	6
表 3: 国内市场叉车行业产业链结构完善	10
表 4: I-IV/V 类叉车分类型总结及主要特点	11
表 5: 国内叉车厂商收入格局	15
表 6: 合力国内销售渠道布局	17
表 7: 安徽合力 3.5 吨内燃叉车与 3.5 吨锂电叉车全生命周期运营成本对比	18
表 8: 2007-2025E 四类叉车销量、增速、占比情况及预测 (销量: 万台)	20
表 9: 安徽合力对海外市场按需求层次划分	22
表 10: 安徽合力对海外市场按经济发展区域划分	23
表 11: 合力海外渠道建设历史沿革	23
表 12: 2021-2025E 安徽合力分车型销量及增速与占比表现测算	26
表 13: 2021-2025E 安徽合力分车型业务收入拆分及预测	27

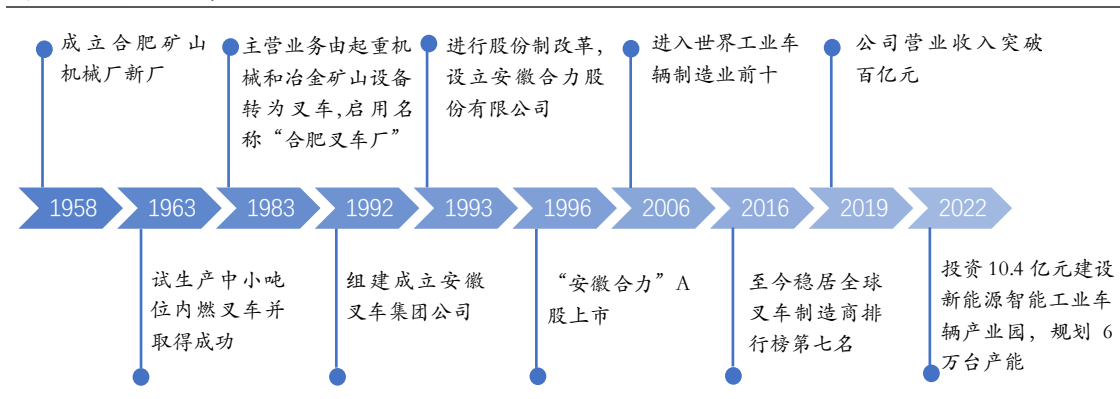
1. 公司介绍：国内叉车企业领先制造商，国企改革加深市场化水平

1.1. 发展历程：深耕叉车主业，国企改革新起点

公司历史悠久，主导产品是“合力、HELI”牌系列叉车，产品的综合性能处于国内、国际先进水平。前身为国家第一机械工业部与安徽省于1958年共同兴建的合肥矿山机器厂新厂。1963年，成功试制小吨位内燃叉车；1983年，确立叉车为主营产品，更名“合肥叉车厂”；1993年，进行股份制改革；1996年，成功上市。2019年，公司营业收入跨入百亿级；2021年，据美国《现代物料搬运》杂志的评选，公司位居全球叉车制造商第7位；2022年，国企改革三年行动计划收官，通过对职业经理人制度与董事会管理办法的完善，建立健全市场化经营机制，进一步提升管理效率。

2023年，公司国企改革有望持续深化。作为新一轮国企改革起点：①**产品端**围绕产业锂电化趋势，加快创新持续推出新产品，同时稳步推进新能源智能工业车辆产业园建设，计划形成年产6万台新能源智能车辆产能；②**营销端**紧跟国际化趋势，以市场为导向，持续提升国内外营销服务体系建设；③**管理端**以效率和效益为核心，深入开展“提质增效”管理行动，持续提升组织效率和集团化管控能力。

图1. 安徽合力发展历程



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

表1：世界叉车行业厂商排名

排名	公司名称	国家	2021 营收 (亿美元)
1	丰田工业集团	日本	159.23
2	凯傲集团	德国	73.76
3	永恒力集团	德国	55.13
4	三菱力至优	日本	40.44
5	科朗设备集团	美国	40.1
6	海斯特-耶鲁物料搬运公司	美国	30.75
7	安徽合力	中国	24.09
8	杭叉集团	中国	22.73
9	斗山工业车辆公司	韩国	13.51
10	曼尼通集团	法国	12.52

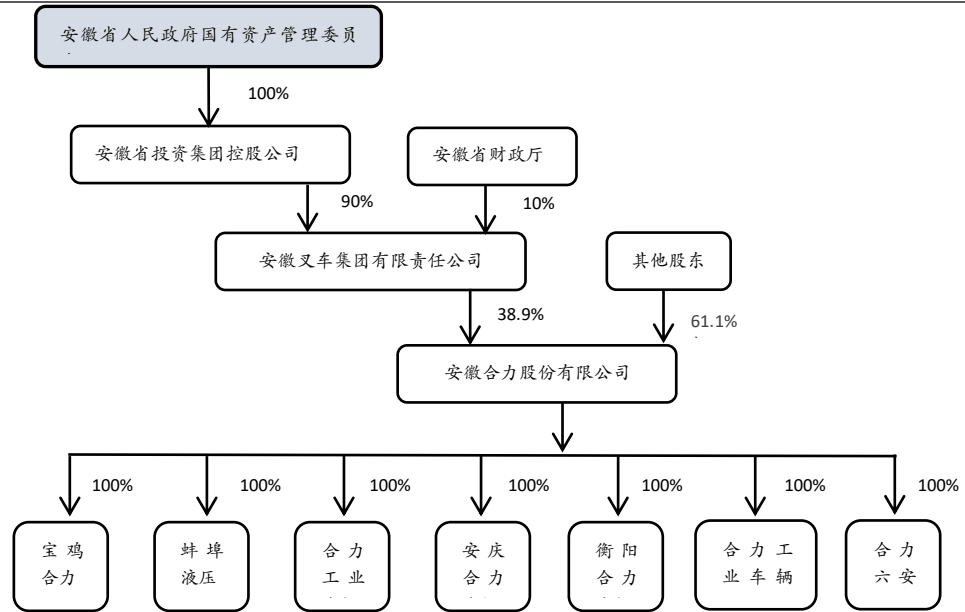
资料来源：《现代物料搬运》，安信证券研究中心

1.2. 股权架构：地方国有企业，股权结构稳定

地方国企股权结构稳定，股权划转支持国企改革，控股股东完成增持。截至2023年4月1日，公司控股股东为安徽叉车集团，持股比例38.97%，实控人为安徽省国资委。2022年6月，通过股权划转，在叉车集团层面引入安徽省投资集团，完成了战略性重组和专业化整合，旨在健全完善市场化经营机制，加快国有资本布局优化和结构调整，统筹推进国企改革重点工

作。2023年3月17日，控股股东本着对公司未来发展前景的信心在过去一年累计增持公司股份742万余股，占公司总股本的1%，完成增持计划，总股本占比由37.97%变为38.97%。

图2. 公司股权结构稳定（截至2023年4月1日）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

新一届管理团队经验丰富，积极参与资本市场交流。2021年4月公司核心管理层完成换届，新任领导班子大部分拥有超过20年以上相关技术、管理工作经验，整体专业背景深厚。新任董事长、总经理上任后，积极加强与资本市场交流，健全市场化经营机制。2022年11月，总经理周峻在“论道大虹桥·2022百家上市公司闭门会”上发表“善用资本市场·持续创造价值”主题演讲，12月，董事长杨安国在中国证券报·中证网举办的公开发行人可转债网上路演中表示，公司将借助可转债募投项目，通过产业投资实现在新能源工业车辆及智能制造环节的产业升级和关键零部件领域的强链补链。

表2：公司管理团队及核心技术人员经验丰富

管理层	职务	入职时间	履历
杨安国	董事长、董事	2002	1966年生，中共党员，正高级工程师。历年来先后主要担任本公司副总工程师，总经理助理，副总经理，总经理，董事，副董事长；安徽叉车集团有限责任公司副董事长，总经理，党委副书记。现任本公司董事长；安徽叉车集团有限责任公司总经理，党委副书记；永恒力合力工业车辆租赁有限公司董事。
薛白	副董事长、董事	2002	1965年生，中共党员，正高级工程师。历年来先后主要担任本公司总经理助理，副总经理，董事，总经理；安徽叉车集团有限责任公司董事，党委委员。现任本公司副董事长，董事；安徽叉车集团有限责任公司党委委员，采埃孚合力传动技术(合肥)有限公司董事长。
都云飞	监事会主席、监事	2018	1963年生，中共党员，正高级工程师。历年来先后主要担任池州市家用机床厂办公室副主任，进出口部副主任，主任，进出口公司经理池州市家用机床股份公司董事，副经理，董事长，党委书记；九华山旅游发展股份有限公司董事，总经理，党委副书记；安徽叉车集团有限责任公司副总经理，总法律顾问。现任公司监事会主席，监事。
周峻	总经理	2014	1975年生，中共党员，高级工程师。历年来先后主要担任本公司桥箱事业部第一副部长，党总支书记，分工会主席；蚌埠液力机械厂厂长，蚌埠液力机械有限公司董事，总经理；本公司总经理助理，器材部部长，副总经理；安徽合力工业车辆进出口有限公司董事长。现任本公司总经理；安徽合力工业车辆进出口有限公司董事长；合力东南亚有限公司董事长。
张孟青	董事会秘书	2005	1963年生，中共党员，工程师。历年来先后主要担任本公司董事，计划科科长，计划信息处副处长，处长，信息化部部长，总经理助理，董事会秘书，总经济师。现任本公司董事，董事会秘书，总经济师；安徽叉车集团有限责任公司党委委员。
马庆丰	总工程师	2003	1964年生，中共党员，正高级工程师。历年来先后主要担任本公司合肥铸锻厂副厂长，电动事业部部长，副总工程师，总工程师；安徽叉车集团有限责任公司党委委员。现任本公司总工程师；安徽叉车集团有限责任公司党委委员。

资料来源：wind，安信证券研究中心

1.3. 主营业务：产品品类丰富，整机、后市场及数字化技术全布局

公司的主营各类工业车辆及相关配件的研发、制造及销售，产品覆盖电动和内燃叉车全部车型。经营产品覆盖0.2吨至46吨系列内燃和电动工业车辆、智能物流系统、港机设备、特种车辆、工程机械及传动系统和工作装置等关键零部件，在线生产的2000多种型号、512类产品全部具有自主知识产权。

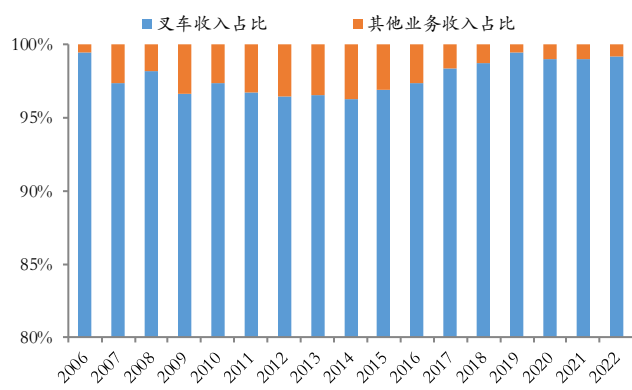
图3. 安徽合力主要产品图例



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

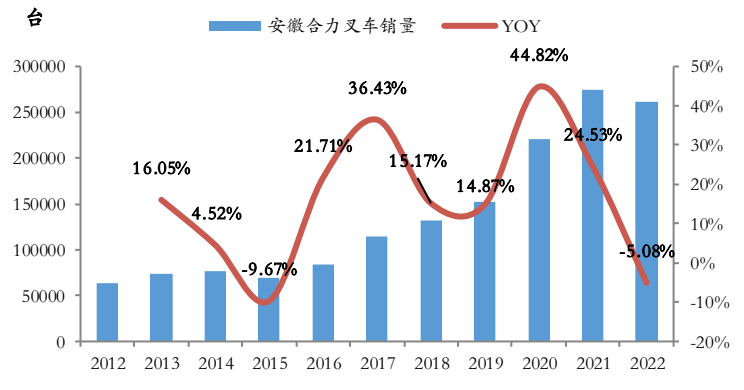
分产品看：公司主营业务叉车收入占比维持在96%以上，叉车销量整体呈上升趋势。2022年公司营业收入156.73亿元，其中主营业务叉车贡献收入155.47亿元，占比达99.2%，各类叉车销量达到26.08万台，同比增速-5.08%，其中国内市场销售18.3万台，同比-13.25%，海外市场销售7.78万台，同比增长21.91%。国内市场面临经济下行压力以及疫情影响，需求偏弱，呈现结构性增长，海外受益于经济复苏和电动化趋势，需求维持景气。

图4. 2006-2022年主营业务占比情况



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图5. 2012-2022年公司历年叉车销量及同比增速



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

制造、服务、战略性新产业协同布局。公司以合肥合力工业园为总部，五大整机制造基地（宝鸡、衡阳、盘锦、宁波/湖州）辐射全国，拥有合肥铸锻厂等9大零部件制造公司，以及永恒力合力设备租赁公司等后市场服务业。根据公司官网新闻信息，针对前沿技术如AI、智能物流、物联网，通过合力上海科技公司、智能制造产业基金等，打造产业孵化平台。公司已经

形成了整机、关键零部件、后市场、战略性新产业四大业务板块格局，实现从规模向质量的转型，探寻出一条创新链、资本链、产业链“三链”融合发展之路。

图6. 安徽合力全国整机制造基地布局

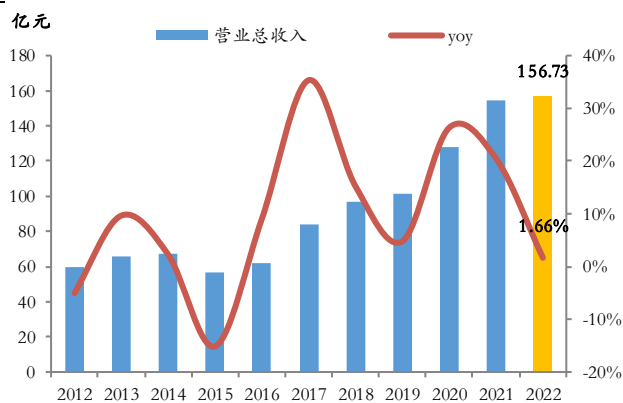


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.4. 财务分析：营收规模持续扩大，经营稳健保持高分红率

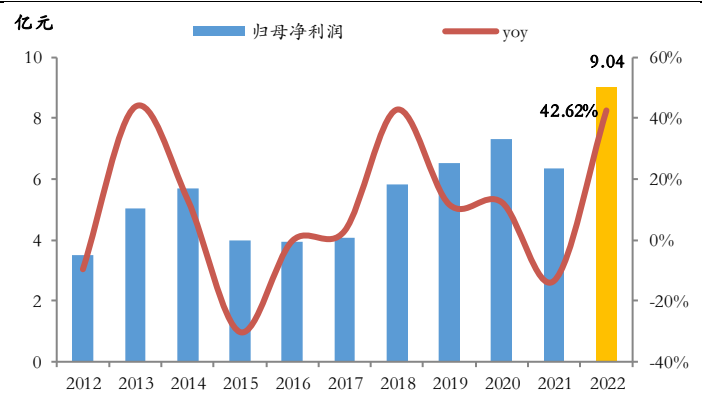
业务规模稳步扩大，盈利水平相对稳定。2012-2022年，公司营收从59.76亿增长至156.73亿，CAGR为10.12%；归母净利润从3.49亿增长至9.04亿元，CAGR为9.99%。2021年，由于原材料价格上涨，公司盈利能力受到一定影响，营收同比+20.47%的同时，归母净利润增速下滑13.39%。2022年，在行业周期下行阶段扭转“增收不增利”的情况，收入、利润增速分别为1.66%、42.62%，伴随原材料价格回落，盈利水平逐季度修复。展望2023年，在行业锂电化、国际化趋势下，出口预期保持较快增长，国内市场有望迎来弱复苏，推动公司收入、利润规模进一步扩大。

图7. 2012-2022年公司营业总收入及同比增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

图8. 2012-2022年公司归母净利润及同比增速

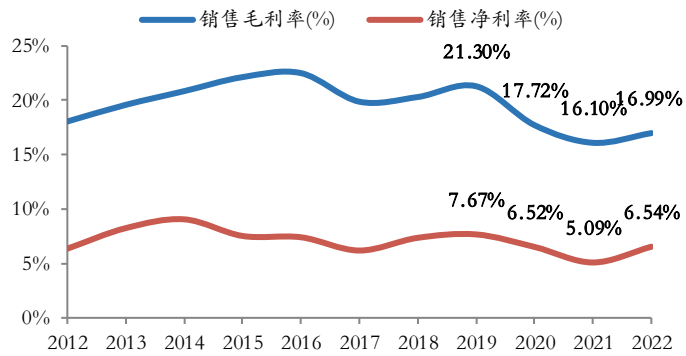


资料来源：wind，安信证券研究中心

三年国企改革控费效果相对明显，2022年盈利水平逐季度修复。2019-2022年，公司毛利率分别为21.3%/17.72%/16.1%/16.99%，净利率分别为7.67%/6.52%/5.09%/6.54%，毛利率承压主要系原材料价格波动导致，也受会计政策调整影响，运费从费用端调整至成本端。2022年Q1-Q4，公司毛利率水平分别为15.5%/16.8%/17.6%/18.2%，已逐步修复至历史较好水平。

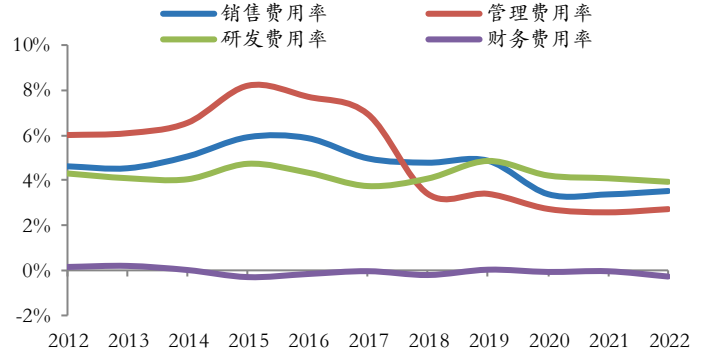
从费用端来看，2019-2022年，公司期间费用率由13.15%降至9.9%，销售、管理、研发、财务费用率分别-1.34、-0.63、-0.93、-0.3pct，得益于国企改革“提质增效”要求，费用控制反映一定成效。

图9. 2012-2022 公司销售毛利率及净利率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

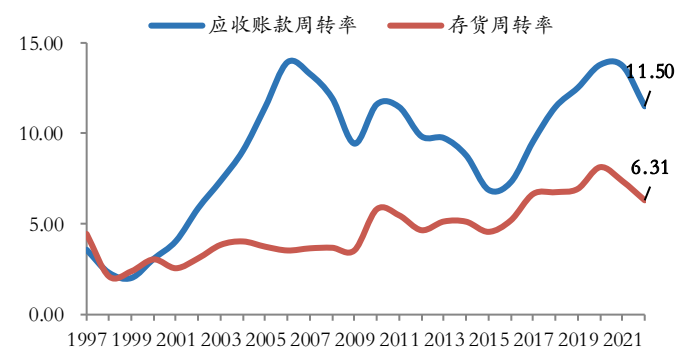
图10. 2012-2022 公司各项期间费用率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

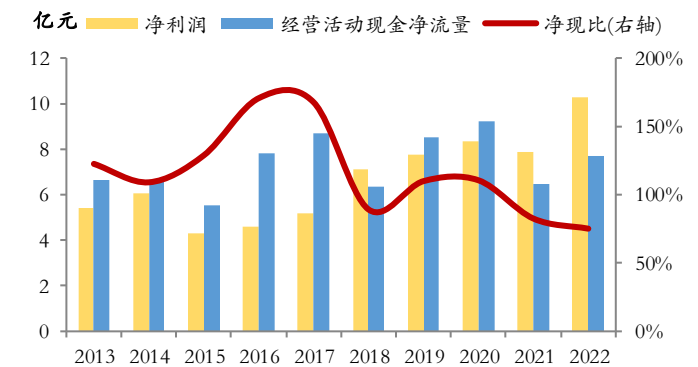
公司经营质量较好，运营效率维持较好水平。从运营效率看，存货、应收账款周转率均处于历史较高水平，公司存货占用水平较低，平均账期周期较短，回款保持良好，整体流动性强。从现金流来看，公司历史经营性净现金流通常高于净利润，净现比大于1。2021-2022年，叉车行业进入下行周期、原材料成本压力增加、行业资金面相对紧张，导致短期现金流相对承压，净现比分别为83%、75%。

图11. 1997-2022 年公司应收账款周转率及存货周转率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

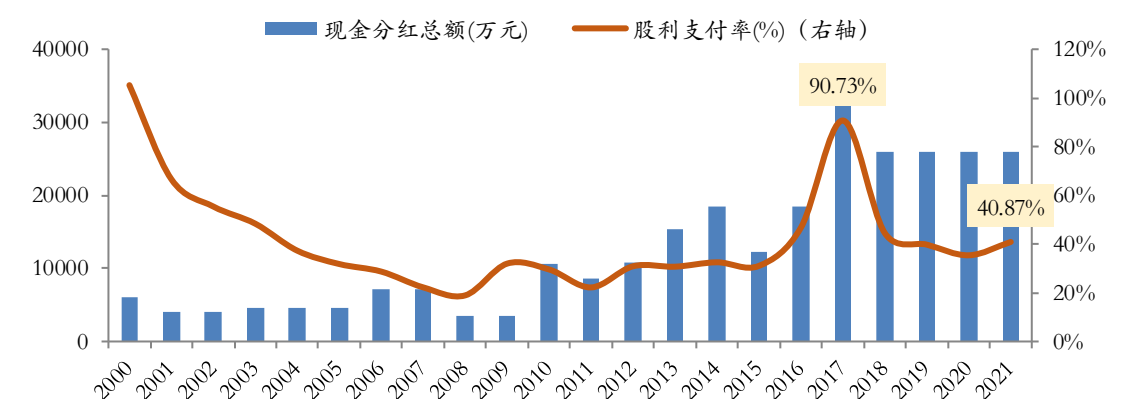
图12. 2013-2022 年公司经营性净现金流及净利润情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

以稳健经营回报股东，分红率维持较高水平。公司坚持每年向股东派发现金红利，上市以来分红率达到34.32%，累计分红达29.1亿元。2017年以来，年度现金分红规模达到2.5亿元以上，股利支付率分别为90.7%、44.5%、39.8%、35.4%、40.9%，2022年度预计分红2.96亿元（有待股东大会审议），分红比例32.75%。公司重视资本市场，在发展的同时及时回馈投资者，以经营的稳健回报公司股东共享公司发展红利。

图13. 2000-2021 年公司现金分红总额及股利支付率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

2. 行业：内销需求有望弱复苏，叉车龙头渠道下沉优势显著

2.1. 叉车行业下游应用领域广泛，产品需求相对多元

叉车行业产业链上游主要为钢材、发动机、蓄电池、电机、电控、液压系统、轮胎等部件；中游为叉车生产供应环节，主要包括内燃叉车及电动叉车；下游主要应用于仓储物流、交通运输、工业制造、食品饮料、批发零售等领域。进入叉车锂电化时代后，中国锂电产业链相对成熟，国内供应链优势日益凸显。

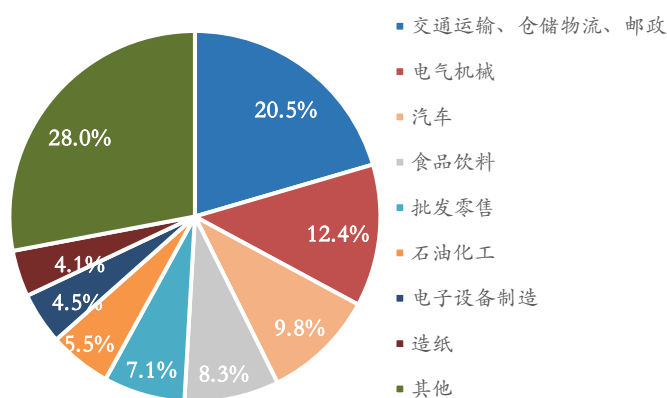
表3：国内市场叉车行业产业链结构完善

上游	材料部件 钢材、发动机、蓄电池、电机、电控、液压系统等
中游	生产供应 内燃叉车、电动叉车
下游	应用领域 仓储物流、交通运输、工业制造、食品饮料、批发零售等

资料来源：华经产业研究院，安信证券研究中心

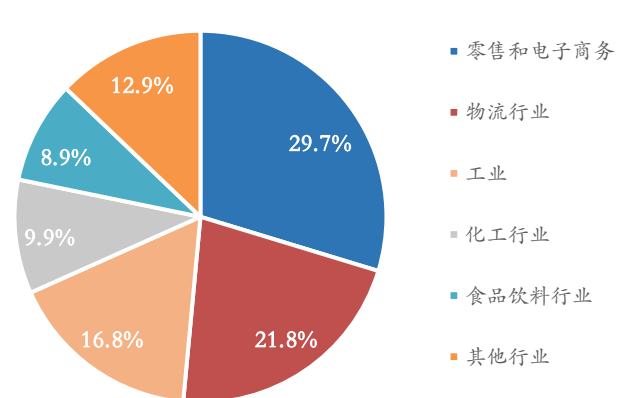
叉车下游覆盖领域广泛，最大应用需求来自仓储物流及制造业领域。叉车属于工业搬运车辆，是指对成件托盘货物进行装卸、堆垛和短距离运输作业的各种轮式搬运车辆。叉车下游应用广泛，在各类机械制造、建筑建材、纺织、食品生产、能源、化工、冶金、交通运输、物流商贸领域均有应用，叉车保有量随经济总量增长而增长，短期波动性与宏观经济景气程度呈现一定相关性。从下游细分行业需求来看：①中国市场：根据2020年中国工程机械工业协会数据，仓储物流、制造业（机械、汽车、食品饮料、电子、造纸、化工等）、批发零售、其他行业应用占比分别为20.5%、44.6%、7.1%、28%；②全球市场：根据2022年Global Market Insights数据，物流、制造业、零售电子商务、其他行业应用占比分别为21.8%、35.6%、29.7%、12.9%。两者统计存在差异，我们认为主要系统计口径原因，但基本可以判断，仓储物流行业及制造业领域应用占比可达55%-65%，而全球不断增长的电子商务行业有望推动批发零售领域以及仓储物流领域的需求进一步增长。

图14. 2020年国内市场叉车下游应用分布



资料来源：中国工程机械工业协会工业，安信证券研究中心

图15. 2022年全球市场叉车下游应用分布



资料来源：Global Market Insights，安信证券研究中心

从叉车类型来看，可分为电动、内燃机两大类，并可以进一步细分为四类，即电动平衡重乘驾式叉车（I类）、电动乘驾式仓储叉车（II类）、电动步行式仓储叉车（III类）、内燃平衡重式叉车（IV/V类）。从动力源区分来看，电动叉车主要包括锂电、氢燃料电池及铅酸蓄电池等系列产品，从保有量角度，铅酸电池款占比较高，从新增销售来看，锂电款占比已超过

半数。锂电叉车具有媲美燃油车的综合性能，适应复杂工况能力较强，具备全生命周期综合成本低；以柴油发动机为主要动力源的内燃叉车仍是市场主流产品，载荷上限高。具体来看：

①**电动平衡重乘驾式叉车（I类）**：具备举升和运输能力，在车型、功能上和同级别内燃平衡重式叉车相同，吨位覆盖1-18吨，当前受限于锂电池功率问题，10吨以下居多。相比内燃叉车，下游应用相对更为广泛，除了对载荷有较高要求的特定场景外，对污染、噪声等环境要求较高的场景适应性强。

②**电动乘驾式仓储叉车（II类）**：同样具备举升和运输能力，区别在于无配重块，整体结构紧凑，具有机动灵活、操纵轻便、高起升、高载荷、无污染、低噪音等特点。吨位覆盖1.2-2.5吨，特别适用于狭小工作场地及频繁上下车拣选的作业场合。以上决定了该类车属于技术含量较高、价值量较高、销量占比较低的品类。

③**电动步行式仓储叉车（III类）**。电动仓储车按类型可分为堆垛式仓储车和托盘式仓储车两大类，按操作方式可分为站驾式和步行式等，吨位覆盖0.6-3.5吨，适合食品、纺织、印刷等轻工行业，通常无升举能力，主要发挥搬运、装卸功能。近年来受益于电商、仓储物流的快速发展以及轻量化产品的应用，仓储式叉车由于其便捷性（替代无动力源板车）以及低价格，销量规模快速扩大，也是过去几年推动叉车行业总销量提升的主要品类。

④**内燃平衡重式叉车（IV/V类车）**：具备举升和运输能力，吨位覆盖1-46吨，可实现大重量物料搬运升举。伴随全球对尾气排放、噪音标准等环保要求的提高，同时各家主流制造商对高压锂电技术的持续研发投入，内燃叉车正逐步被同级别锂电叉车（主要为I类）替代，未来内燃叉车更多应用于特定室外场景的大载重需求，例如码头、港口等。

表4：I-IV/V类叉车分类型总结及主要特点

欧美分类	中国分类	覆盖吨位	动力	是否配重	能否举升	价值量	2022年中国市场销量（万台）	销量占比	合力产品系列
I类车	电动平衡重乘驾式叉车	1~18	电动	是	能	锂电车较铅酸车价值量提升	13.21	10.28%	G/G2/G3, H/H3系列
II类车	电动乘驾式仓储叉车	1.2~2.5	电动	否	能	紧凑型技术含量高，价值量最高	1.76	1.42%	G2系列
III类车	电动步行式仓储叉车	0.6~3.5	电动	否	部分不能	单价较低，销量规模大	52.51	48.14%	其他系列
IV+V类车	内燃平衡重式叉车	1~46	柴油	是	能	传统内燃机车均价约6万元左右	37.32	40.17%	G/G2/G3, H3/H2000, K/K2系列

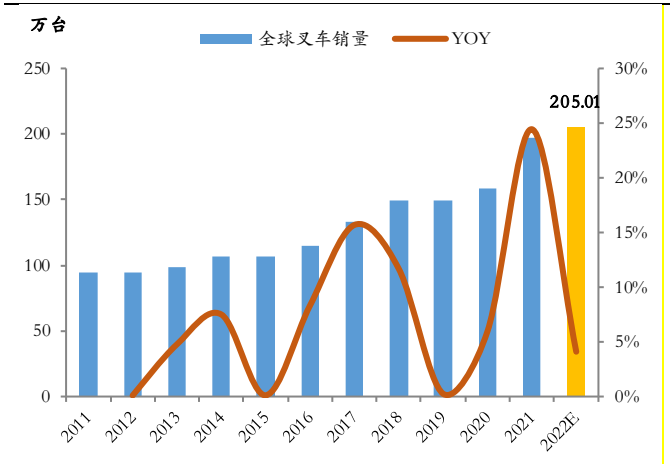
资料来源：公司官网，公司公告，中国工程机械工业协会工业车辆分会，安信证券研究中心

2.2. 中国市场需求占据全球半壁江山，国内市场有望迎来弱复苏

全球叉车销量总体稳健增长，中国市场增速高于全球水平。根据世界工业车辆统计协会以及Interact Analysis预测，2012-2022年，全球叉车销量由94.4万台增长至205.0万台（2022年为估计值），CAGR为8.1%，到2032年全球叉车出货量预计维持4%-5%的年均增长。根据中国工程机械工业协会，2012-2022年，我国叉车销量由29.1万台增长至104.8万台，CAGR约为13.7%，更高的复合增速体现了我国经济增长更加强劲，我国已经成为全球重要的叉车市场，2022年我国叉车销量约占全球销量51%。

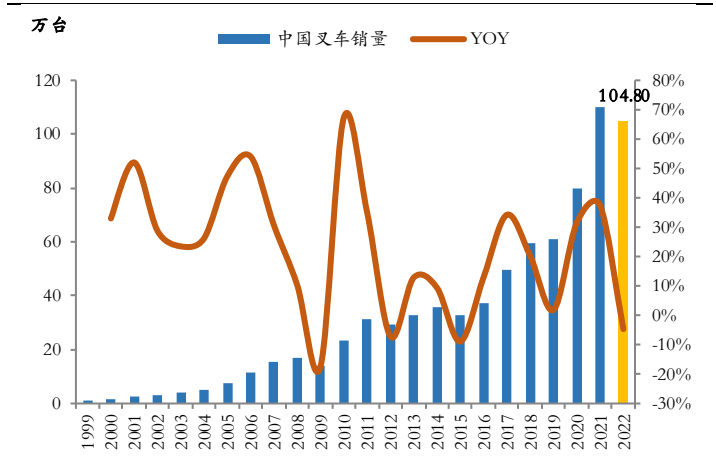
从销售额角度看，海外市场空间相对更为广阔。根据WITS公布的叉车销量、世界工业车辆联合会统计数据以及彭博计算的中外企业叉车均价，欧美叉车均价约为13万人民币，亚非等其他地区均价约为6.5万人民币，2020年全球叉车市场规模预计约为1511亿人民币，我国销量占比虽高，但均价水平相对较低，因此海外市场空间相较更为广阔。

图16. 2011-2022 年全球叉车销量及增速



资料来源：世界工业车辆统计协会，安信证券研究中心

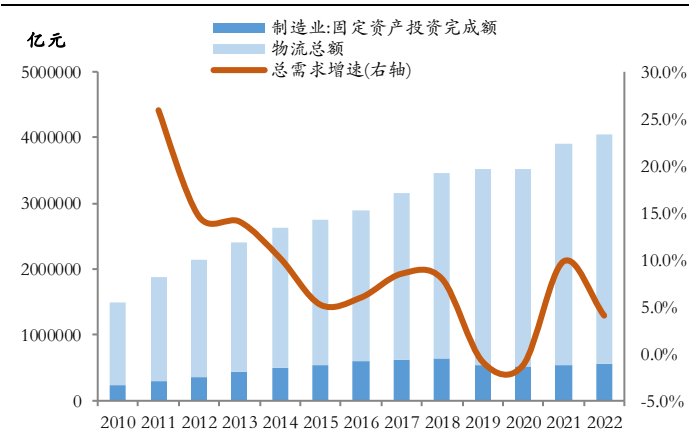
图17. 1999-2022 年中国叉车销量及增速



资料来源：中国工程机械工业协会，安信证券研究中心

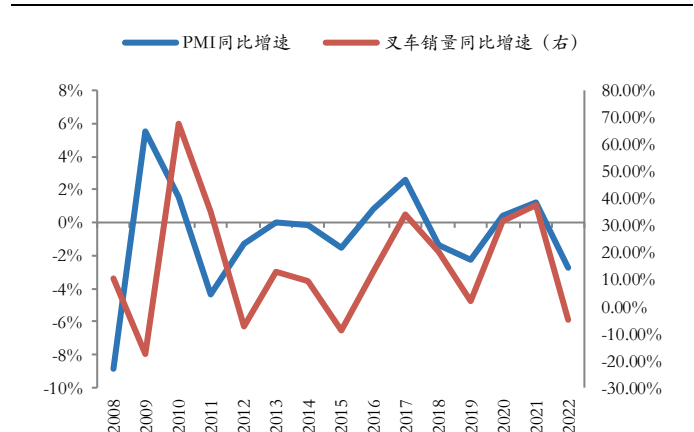
长期看，中国经济规模的扩大将推动叉车销量的持续增长。从和叉车需求相关度更高的制造业与物流业来看，以制造业固定资产投资完成额和物流总额之和笼统代表叉车行业下游总需求规模，2010-2022年总需求CAGR为7.79%，保持了持续增长趋势，和叉车销售台量数增长存在一定相关性。随着国内经济规模总量的稳定增长，新兴产业的快速发展，国家物流效率的持续提升，以及人力用工成本的不断上涨，未来国内叉车市场规模有着较大的持续发展空间。从景气波动角度看，叉车销量增速和PMI指数增速波动基本一致，反映出制造业景气提升可有效带动叉车需求。2023年，疫情防控已全面放开，国内制造业全面复产复工，1-3月PMI指数连续保持50以上，内需景气度回升，总需求有望逐步复苏。

图18. 2010-2022 年行业总需求保持上升趋势



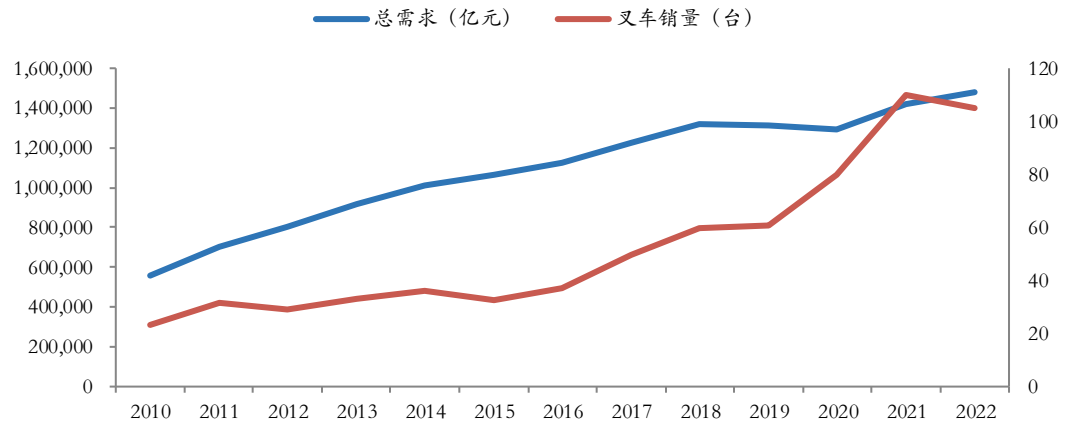
资料来源：wind，安信证券研究中心

图19. 2008-2022 年叉车销量增速与PMI指数增速对比



资料来源：wind，安信证券研究中心

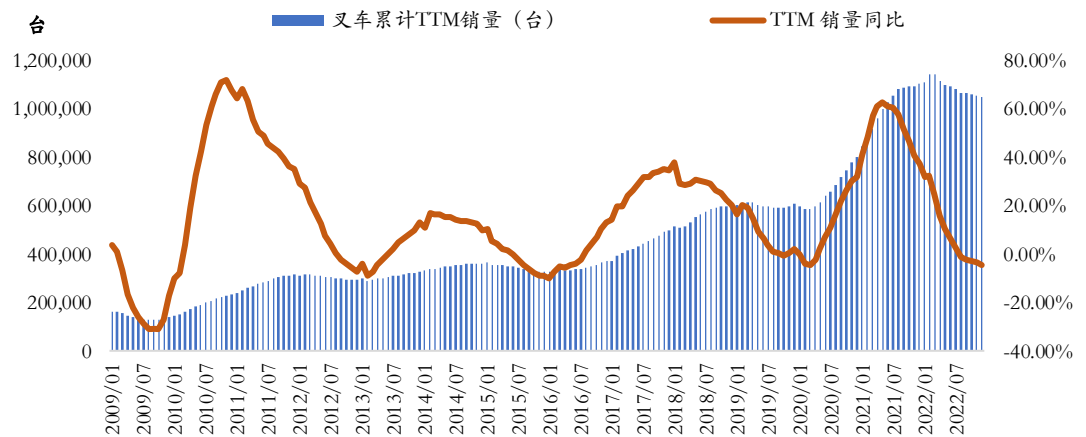
图20. 2010-2022年制造业与物流业总需求与叉车销量两者呈正相关关系



资料来源: wind, 中国工程机械工业协会工业车辆分会, 安信证券研究中心

短期看，叉车累计销量增速周期性特征显著，2023年有望筑底回升。为剔除季节性影响，以月度频率统计过去12个月叉车销量，从TTM累计销量同比增速角度看叉车行业周期性表现，呈现出较为明显的周期性波动，上行与下行周期一般在3-4年之间。最近一轮下行周期，自2021年5月至2023年2月，叉车TTM销量增速从62.5%逐步降至-7.3%，已处于周期底部位置。考虑到后疫情时代管控的全面放开，存在经济复苏预期，2023年叉车行业景气度有望得以提升。

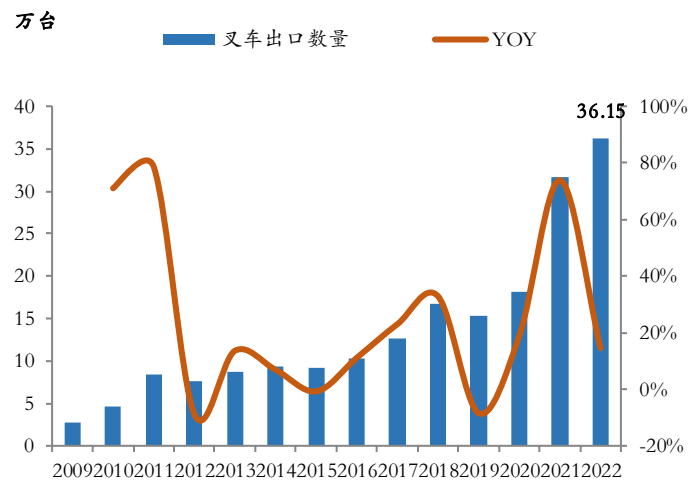
图21. 2009-2022年叉车累计TTM销量呈周期性变动



资料来源: 中国工程机械工业协会工业车辆分会, 安信证券研究中心

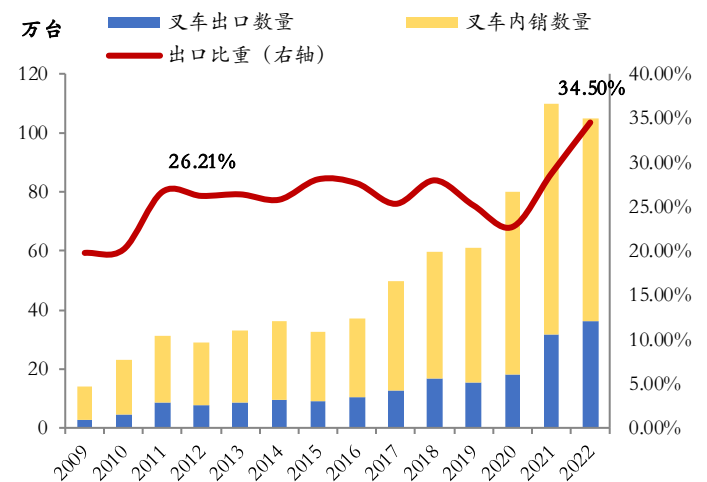
从出口需求看，中国叉车出口持续增长，出口占比显著提升。从过去10年维度来看，2012-2022年，中国叉车出口销量从7.6万台增长36.2万台，CAGR为16.8%，出口占比由26.2%提升至34.5%，其中2021-2022年，中国叉车出口数量增幅明显，达到30万台/年以上，一方面系疫情后海外市场复苏，供应链相对紧张；另一方面，海外市场对价格较高的锂电叉车接受度较高，率先反映行业锂电化趋势。中国叉车品牌凭借国内完善的供应链体系，产品性价比较高，借助日益完善的海外渠道与服务体系，整体竞争力持续提升。

图22. 2009-2022年中国叉车出口数量及同比增速



资料来源：萝卜投研，安信证券研究中心

图23. 2009-2022年中国叉车出口比重上升



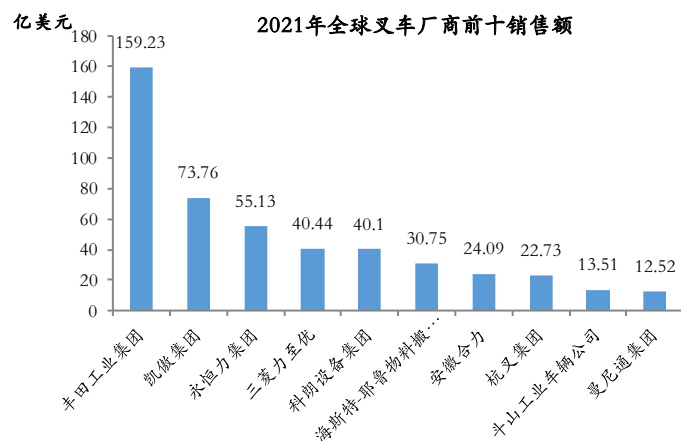
资料来源：萝卜投研，安信证券研究中心

2.3. 全球叉车竞争格局稳定，龙头厂商具备产品、渠道优势

2.3.1. 全球叉车制造格局集中，占据海外市场的外资品牌具有较高销售额表现

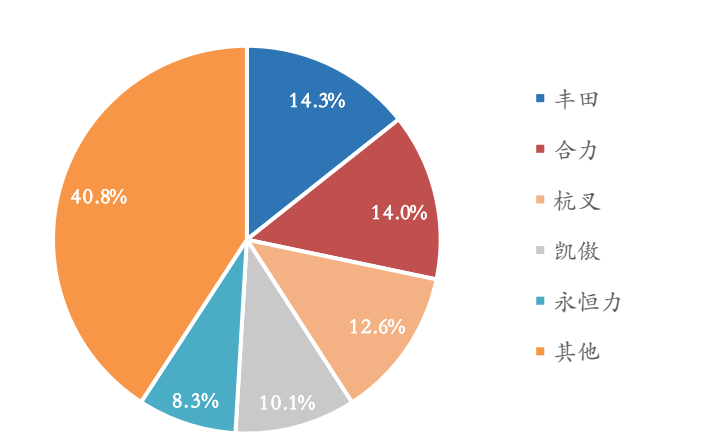
全球叉车市场集中度较高，2021年销量CR4约为51%。从销售额来看，根据《现代物料搬运》杂志，2021年全球叉车销售额前十厂商中，排名前五的厂商分别为丰田、凯傲、永恒力、三菱及科朗，销售额分别为159.23、73.76、55.13、40.44、40.10亿美元。从叉车销量看，2021年全球叉车销量前五厂商分别为丰田、合力、杭叉、凯傲及永恒力，占比分别为14.3%、14.0%、12.6%、10.1%及8.3%，CR4达到50.9%。其中合力与杭叉的叉车销量分列第二、第三，而销售额分列第七、第八，原因主要系我国叉车单价较低，从而导致整体销售额较低。未来伴随电动化布局逐渐深入，产品平均价值量提升，国内叉车企业销售规模具备一定提升空间。

图24. 2021年全球叉车厂商前十销售额



资料来源：《现代物料搬运》杂志，安信证券研究中心

图25. 2021年全球叉车销量前五占比



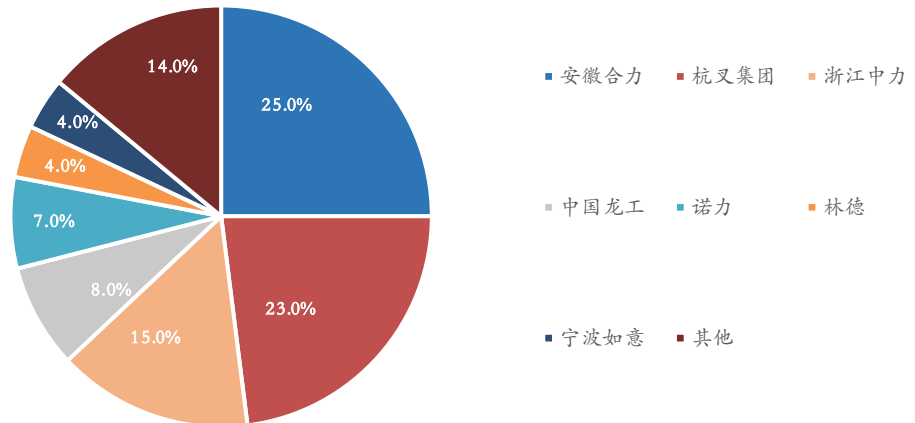
资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

2.3.2. 国内叉车制造双龙头格局稳定，2021年占据市场近50%份额

中国叉车市场格局更为集中，双龙头地位稳定。2021年，中国市场叉车销量前5名分别为合力、杭叉、中力、龙工、诺力，市占率分别为25%、23%、15%、8%、7%，形成了以安徽合力和杭叉集团为双巨头的稳定格局。而伴随行业锂电化趋势，国内叉车行业有新进入者如比亚迪、三一重工等，比亚迪凭借锂电技术于2013年开始进军锂电叉车，三一具备产业链优势，于2022年推出C6电动叉车。我们认为，新进入者不影响当前格局稳定，一方面系除掌握必要的锂电技术外，叉车制造的knowhow及面对多元化下游需求的全谱型产品体系也同样重要；

另一方面，新进入者短期难以实现对龙头企业的超越，也在于面对分散的下游制造业需求，需要做到渠道下沉，而其原本成熟的渠道体系复用率较低。

图26. 2021年国内叉车厂商市占率



资料来源：中国工程机械工业协会，华经产业研究院，安信证券研究中心

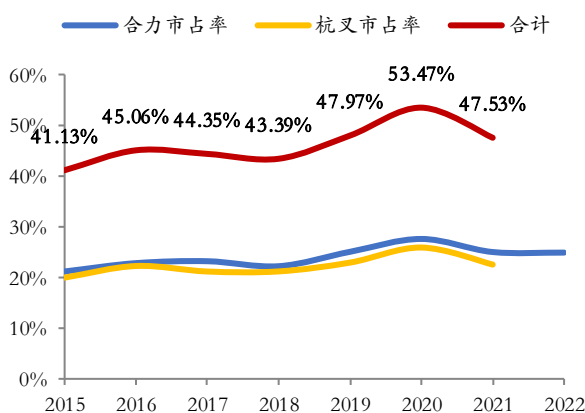
表5：国内叉车厂商收入格局

销售收入范围	叉车生产厂商
大于100亿元	安徽合力、杭叉集团
10亿元-100亿元	浙江中力、中国龙工、诺力、林德、丰田、永恒力、比亚迪
小于10亿元	宁波如意、柳工、加力、江淮等

资料来源：中叉网，安信证券研究中心

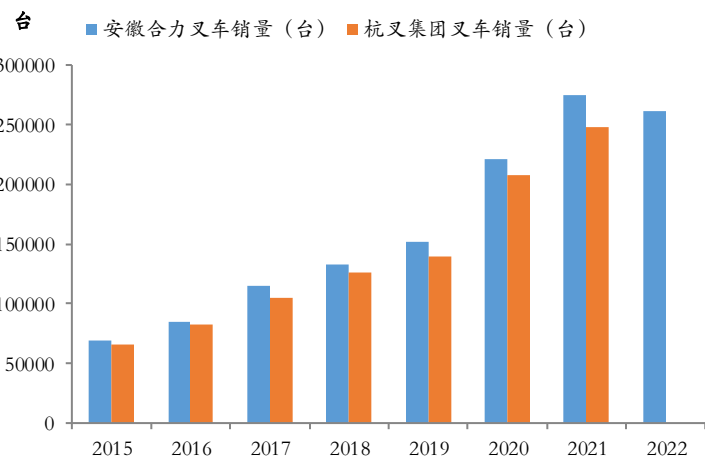
2021年双寡头市场合计份额接近50%，合力叉车销量高于杭叉。根据中国工程机械工业协会数据，从2015-2021年，安徽合力和杭叉集团的市占率相当，均为20%以上，二者合计维持在40%以上。从销量来看，安徽合力叉车销量持续高于杭叉集团，2021年合力、杭叉分别实现叉车销量27.5、24.8万台。

图27. 2015-2022年安徽合力、杭叉集团市占率



资料来源：中国工程机械工业协会，公司年报，安信证券研究中心

图28. 2015-2022年安徽合力、杭叉集团叉车销量



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

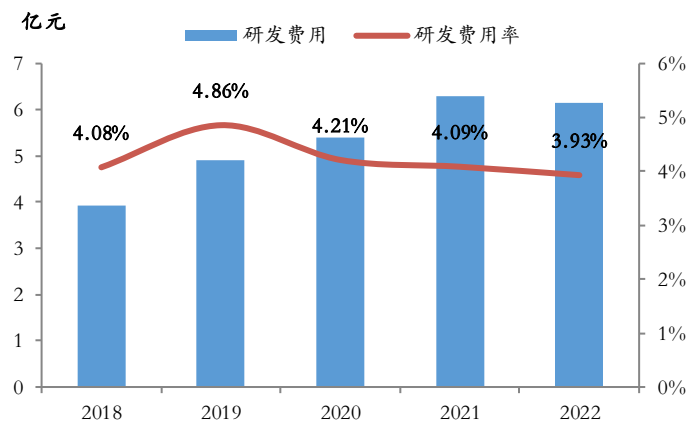
2.3.3. 产品力、渠道力作为叉车关键竞争要素，缺一不可

我们认为，国内市场叉车行业形成稳定双寡头格局的关键在于叉车产品、渠道两方面的竞争要素：①**产品力**：龙头企业能够凭借丰富的产品矩阵+持续研发投入满足客户多元化需求；②

渠道力：龙头企业积极布局国内外渠道网络、充分覆盖下游中小制造企业，并且持续增强服务能力，从而提高渠道掌控及获客能力、增强公司品牌力。

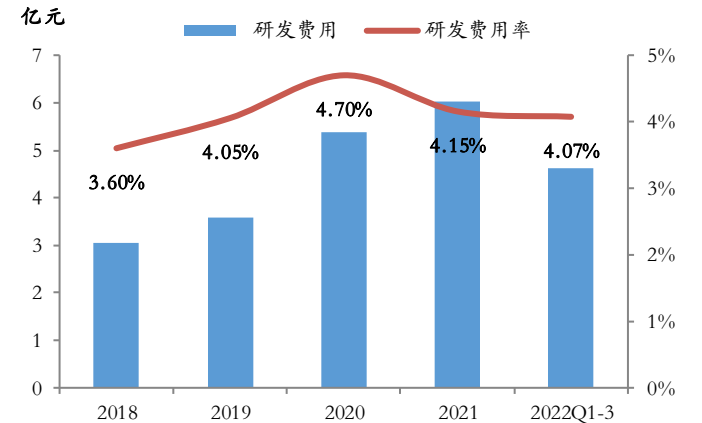
①**产品力：**双巨头产品型号覆盖全面，持续加码研发稳固领先地位。经过多年的产品积累，合力与杭叉叉车已实现产品多谱型覆盖，能够满足多元化的客户需求。同时双巨头公司注重研发投入，在规模效应助力下不断研发新品来维持产品力上的竞争优势，从研发费用来看，合力与杭叉的研发费用从 2018 年开始均呈持续上升趋势，2021 年合力和杭叉研发费用分别为 6.30、6.02 亿元，研发费用率分别为 4.09% 及 4.15%。

图29. 2018-2022 年合力研发费用及研发费用率



资料来源：wind，安信证券研究中心

图30. 2018-2022M1-9 杭叉研发费用及研发费用率



资料来源：wind，安信证券研究中心

②**渠道力：**分散的下游需求决定了渠道的重要性，渠道全面覆盖能够有效提高市占率。叉车下游行业分散，包括仓储物流、交通运输、工业制造、食品饮料等行业，注重销售渠道的铺设和全面对于叉车企业来说较为关键：①通过建立多级营销网络、与大量代理商建立合作关系能够触及覆盖更多的下游客户需求，从而持续打开市场，获得收入增量；②良好的销售服务能够有效提高品牌优势，在提高后市场附加值的同时增强客户粘性，叉车企业渠道力的增强能够推动公司市占率不断提高。从双巨头的渠道建设来看，二者均较早开始布局并已完成庞大的渠道网络建设，同时也在继续覆盖薄弱市场，并且近年积极发展电商等新型渠道，进一步提高客户触达能力：

安徽合力：从国内渠道来看，公司采取直接设立销售子公司与授权经销商代理相结合的模式，公司持续进行省级营销网络及销售服务网点建设，1996 年及以前已在国内 28 个省、市、自治区建立了 100 多个销售服务网点，2010 年开始 4S 店营销网络建设，截止到 2022 年，公司已建立全国 25 家省级营销机构，新增二三级网点 28 家，优化经销商 165 家；从海外渠道来看，公司采取设立区域中心、进出口贸易及经销商代理销售的模式，公司 2014 年投资设立欧洲合力，2016 年增资合力欧洲中心，2019 年泰国“合力东南亚中心”正式投入运营，2022 年公司投资设立合力中东中心、欧亚中心，进一步提升海外营销服务能力。从数字化营销来看，2020 年公司开展线上数字化营销服务，举办了“首届合力 828 叉车节”，2021 年公司推出“合小力”、“合力红金刚”等 IP 形象，2022 年公司持续开展各类直播活动、全面升级营销站群、增强客户触达能力。

杭叉集团：公司采取“直销+经销+电商”的销售模式，在国内外设立直属销售分、子公司及授权和特许经营商、电子商务平台，从国内渠道来看，公司 2016 年已建立 50 个销售型子公司、172 家授权经销商，同时进一步向地级市以及集中度较高的专业市场渗透，2021 年进一步加强对薄弱地区的覆盖；从海外渠道来看，公司 2015 年成立杭叉欧洲公司，之后陆续成立东南亚、美国、加拿大、巴西公司，根据 2021 年年报披露，公司计划进一步在大洋洲、南美洲及中东设立海外公司，搭建全球营销服务体系。从电商渠道来看，公司于 2018 年推出电商平台及备件在线销售业务系统，智慧营销模式快速推进。

表6: 合力国内销售渠道布局

时间	建设项目
1996年及以前	在国内 28 个省、市、自治区建立了 100 多个销售服务网点
2010 年	开始营销网络 4S 店建设
2011 年	持续新增代理营销公司
2012 年	已建立 23 个省级营销网络和 380 多家二、三级代理销售服务网点
2013 年	推进营销网络 4S 店建设, 新增“二、三级”销售服务网点 25 家
2014 年	已建立 23 个省级营销网络和近 400 家二、三级代理销售服务网点
2016 年	已建立 24 个省级营销网络及 400 余家二、三级代理销售服务网点
2020 年	已建立 24 家省级营销机构和近 500 家二、三级营销服务网络
2022 年	已建立全国 25 家省级营销机构, 新增二三级网点 28 家, 优化经销商 165 家

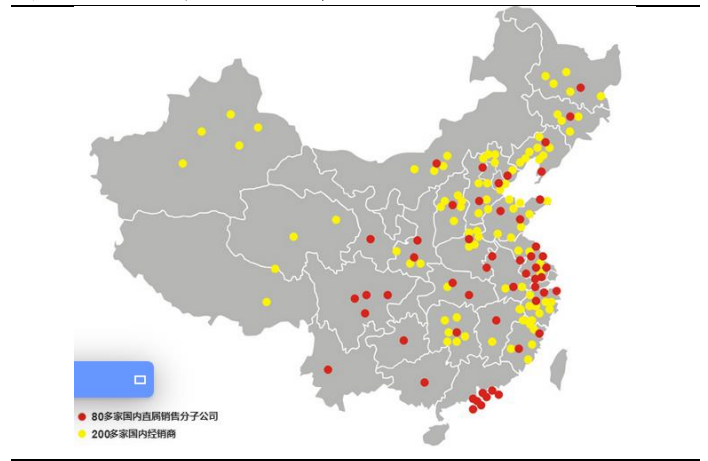
资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图31. 合力国内营销网点布局



资料来源: 合力官网, 安信证券研究中心

图32. 杭叉国内营销网点布局



资料来源: 杭叉官网, 安信证券研究中心

3. 锂电化+国际化助公司高质量发展, 拥抱 AI 赋能商业模式升级

3.1. 行业锂电化趋势加速, 销量结构优化升级释放营收增长弹性

锂电叉车经济性优势突出, 伴随锂电技术成熟, 对内燃叉车替代渗透率有望逐步提升。在“碳中和、碳达峰”背景下, 工业车辆近年来呈现环保化、高效化、智能化的发展趋势, 由于电动叉车符合国家节能减排、调整能源消费结构的经济政策, 叉车电动化是大势所趋。从性能角度来看: 相比内燃叉车, 锂电款具有噪音小、节能、人工操作复杂程度低等诸多优势, 且伴随锂电技术的成熟, 在功率、载荷、效率方面和同级别内燃叉车差异不大。从成本角度来看: 锂电叉车均价高于内燃叉车, 但具备综合使用成本优势, 在全生命周期内更具备经济性。

简单测算如下: 根据安徽合力官网信息, 在 8 小时工作制下, 3.5t 内燃叉车的年使用成本要比锂电叉车高约 3.3 万元。我们假设锂电叉车均价 14 万, 同级别内燃叉车均价 7 万元, 同时考虑使用寿命与残值率 (锂电叉车按 20%、内燃叉车按 40% 计算), 两者初始投资成本差值为 7 万元。因此, 锂电叉车在使用 2-3 年后, 通过低运营成本, 即可追平内燃叉车初始投资价差, 并在剩下的生命周期中为客户创造更多附加价值。

表7：安徽合力 3.5 吨内燃叉车与 3.5 吨锂电叉车全生命周期运营成本对比

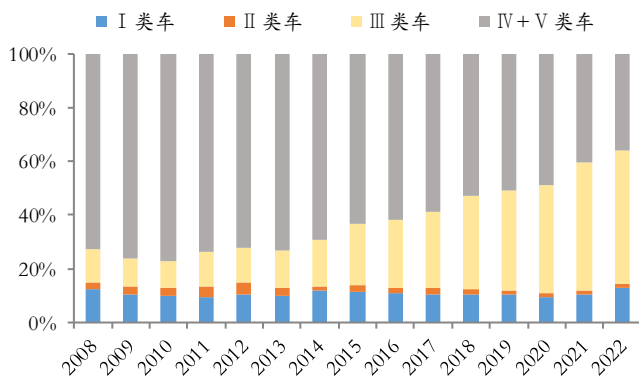
项目	单位	3.5t 锂电	3.5t 柴油	说明
小时能耗充电电量	度	11	/	以 VDI2198 循环，根据试验数据得出
小时耗油量	升/小时	/	3.6	
电费单价	元/度	1	/	电费 1 元/度，柴油 6 元/升（夜间充电电费更低）
柴油单价	元/升	/	6	
小时费用	元/小时	11	21.5	每月工作 30 天
每天工作时间	小时	8	8	
每月工作时间	小时	240	240	
使用成本费用	元/月	2640	5161	
维护保养费	元/月	0	200	两着在传动系统、液压系统、起重系统、转向系统、照明系统等多方面结构和原理相似，维护费用相当。不同之处在于锂电池、电机免维护、柴油车机油、空滤等维护保养费用。
单月总成本差异	元/月		+2721	每月工作时间越长，锂电款节约费用越多。
1 年使用成本增加	元		32652	锂电叉车一次性采购增本增加，但综合使用费用低，2 年左右可收回增加部分的成本。另外锂电池有 5 年 1W 小时质保，容量不低于 75% 的质保要求。目前锂电池成本逐渐下探、内燃车发动机排放的要求越来越严，成本上升。
2 年使用成本增加	元		65303	
5 年使用成本增加	元		163258	

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

从叉车销量结构变迁历史来看，电动叉车占比持续提升主要由 III 类车销售增长带动。2008-2022 年，我国电动叉车在总销量中的占比从 27.2% 提升至 64.5%，叉车电动化率逐年稳步提升。在此期间，叉车销量结构发生显著变化，2008 年 I、II、III、IV/V 类车销量占比分别为 12.3%、2.5%、12.4%、72.8%，至 2022 年分别为 12.6%、1.7%、50.1%、35.6%。过去十几年，伴随电商、物流业发展，仓储用电动步行式仓储叉车（III 类车）对无动力源板车的持续替代大幅提升电动叉车销量，其他类叉车销量虽也有明显增长，但增速不及价值量较低的 III 类车导致占比萎缩，以内燃叉车最为明显。

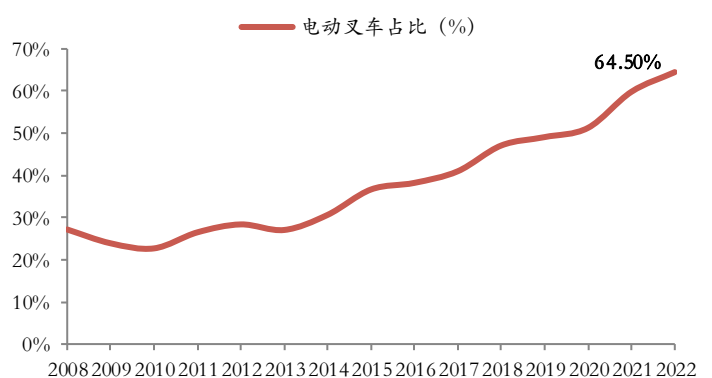
我们预计，未来 III 类车保有量仍将进一步扩大，但高速增长阶段或将暂告一段落；而叉车电动化率的持续提升驱动力有望转向 I 类车对 IV/V 类车的替代

图33. 2008-2022 年四类叉车销量结构



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，安信证券研究中心

图34. 2008-2022 年电动叉车占比逐年提高



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，安信证券研究中心

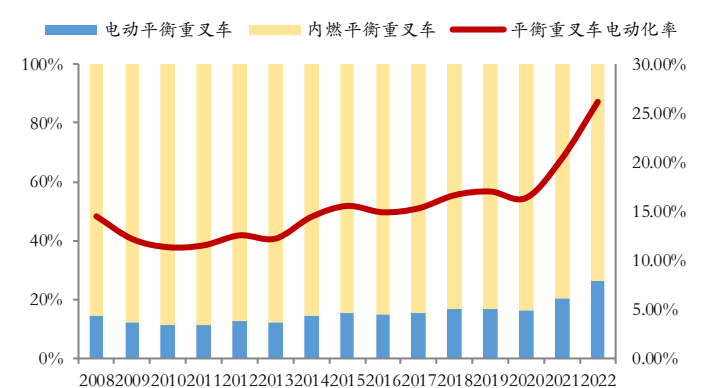
环保趋严、性能趋同、成本更优，锂电款电动平衡重式叉车（I 类车）替代内燃平衡重式叉车（IV+V 类车）趋势已现。2022 年，平衡重式叉车销量为 50.53 万台，包括内燃平衡重式叉车 37.32 万台，同比-15.5%，电动平衡重式叉车的销量为 13.21 万台，同比+16.9%。从结构来看，在平衡重式叉车中，电动款占比从 2008 年 14.48% 提升至 2022 年的 26.14%，2021-2022 年占比提升趋势加速，系锂电款叉车新产品的成熟与陆续推出，增强了电动叉车市场竞争力，也符合行业环保政策趋势：

①**环保趋严，电动叉车应用场景更加广泛。**在对排放、噪音要求较高的场所以及室内环境，电动叉车的操作简单灵活，无排放、噪音低均符合众多应用场景环保要求，未来内燃叉车的增长或主要来源于下游行业的刚性需求，主要是面向工业制造业及港口、机场等大的物流中心，对大吨位高动力的叉车需求。

②**经济性优势助推电动叉车替代内燃叉车。**非道路移动机械国四标准自2022年12月1日生效，排放标准升级，相同吨位的内燃叉车售价和使用成本均有所上升，一定程度上影响客户购买意愿，也缩小了锂电叉车和内燃叉车的初始价差。同时，经过上文测算，同级别锂电叉车相比内燃叉车拥有较为显著的运营成本优势，电动叉车有望市场接受度稳步提升。

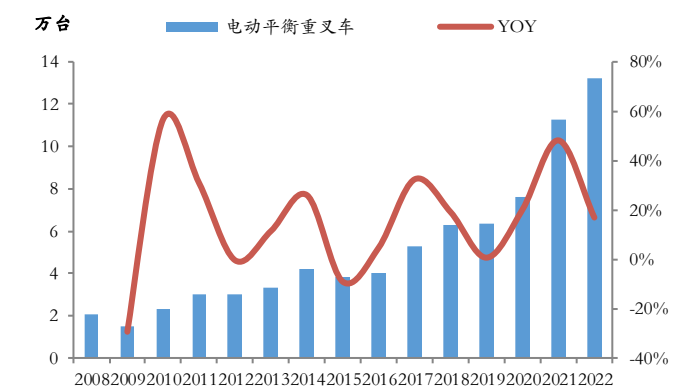
③**从性能角度来看，电动平衡重叉车逐渐锂电化，性能、效率提升。**2021年锂电平衡重式叉车销量为4.8万台，在I类车销量中占比达到42.5%。相比于铅酸电池，锂电池充电时间短、电池寿命长、工作马力相对较大。未来锂电平衡重叉车有望逐渐取代传统铅酸电池车型，成为电动平衡重叉车主要车型，且伴随锂电池电动叉车技术的持续进步，其综合性能以及吨位覆盖范围有望逐步趋同于内燃叉车。

图35. 2008-2022年平衡重叉车电动化率逐年提高



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，安信证券研究中心

图36. 2008-2022年电动平衡重叉车销量逐年提高



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，安信证券研究中心

我们预期在行业锂电化趋势加速背景下，至2025年I类车销量占比有望提升至25%，与之对应的IV/V类车销量占比降低至26%，行业销量结构优化，由于价值量差异（锂电叉车价值量高），行业收入规模有望获得更强增长弹性。对于销量结构变化，我们测算如下：

(1) 预期2023-2025年行业总销量增速分别为8.45%、11.10%、10.0%。我们根据海外、国内市场需求进行大致假设，2022年，我国叉车出口、内销分别为36.2、68.6万台，增速分别为14.5%、-12.4%。假设2023-2025年，出口规模预计在锂电化趋势下保持一定增长，增速分别为15%、13%、10%；内销预计进入复苏周期，增速分别为5%、10%、10%。综合来看，行业总销量预计分别为113.65、126.26、138.89万台，增速分别为8.45%、11.10%、10.0%。

(2) 在给定行业总销量增速预期下，预计四类叉车销售结构变化如下：

① I类车：预计2023-2025年销量占比分别为17%、21%、25%，对应销量增速分别约为46%、37%、31%，高增长主要得益于锂电化的驱动，具有对老款铅酸电池以及内燃叉车的双重替代效应。

② II类车：预计2023-2025年销量占比分别为1.8%、1.9%、2.0%，对应销量增速分别约为16%、17%、16%，该车型价值量较高，海外市场接受度与渗透率高于国内，预计出口占比高，国内市场渗透率缓慢提升。

③ III类车：预计2023-2025年销量占比分别为49.2%、48.1%、47.0%，对应销量增速分别约为6.5%、8.6%、7.5%，从2015年销量爆发以来，保有量达到一定规模，预期中短期增速下降，未来随着物流业规模扩大，需求有望稳步扩大。

④IV/V类车：预计2023-2025年销量占比分别为32%、29%、26%，对应销量增速分别约为-2.55%、0.68%、-1.38%，在行业景气上行阶段，销量增速基本持平，针对更新需求和特定场景刚需。

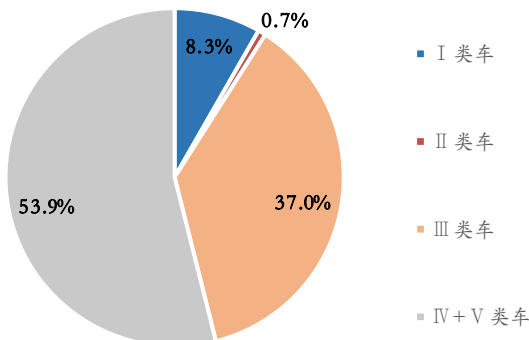
表8：2007-2025E 四类叉车销量、增速、占比情况及预测（销量：万台）

时间	叉车销量	同比增速	I类车-电动平衡重乘驾式			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		
			销量	yoy	占比	销量	yoy	占比	销量	yoy	占比	销量	yoy	占比
2007	15.24		2.01		13.21%	0.40		2.61%	1.22		7.99%	11.61		76.19%
2008	16.81	10.30%	2.07	2.94%	12.33%	0.42	5.07%	2.49%	2.08	70.65%	12.36%	12.24	5.43%	72.82%
2009	13.89	-17.38%	1.46	-29.37%	10.54%	0.40	-5.40%	2.85%	1.46	-29.69%	10.51%	10.57	-13.66%	76.09%
2010	23.24	67.31%	2.30	56.81%	9.88%	0.75	89.44%	3.23%	2.23	52.55%	9.59%	17.97	69.98%	77.31%
2011	31.38	35.04%	3.00	30.81%	9.57%	1.18	57.90%	3.77%	4.13	85.48%	13.17%	23.06	28.37%	73.49%
2012	28.87	-8.02%	2.99	-0.42%	10.36%	1.31	10.54%	4.54%	3.70	-10.39%	12.83%	20.86	-9.54%	72.27%
2013	32.88	13.89%	3.33	11.47%	10.14%	0.97	-25.82%	2.95%	4.59	23.93%	13.96%	23.98	14.95%	72.95%
2014	35.96	9.39%	4.20	25.98%	11.68%	0.62	-36.40%	1.72%	6.20	35.19%	17.25%	24.94	4.00%	69.35%
2015	32.76	-8.90%	3.82	-9.13%	11.65%	0.77	24.02%	2.34%	7.43	19.75%	22.68%	20.75	-16.80%	63.34%
2016	37.01	12.95%	4.00	4.77%	10.80%	0.85	10.65%	2.29%	9.31	25.27%	25.15%	22.85	10.14%	61.76%
2017	49.67	34.23%	5.29	32.41%	10.66%	1.02	20.88%	2.06%	14.05	50.93%	28.28%	29.31	28.24%	59.00%
2018	59.72	20.21%	6.31	19.09%	10.56%	1.21	17.97%	2.02%	20.60	46.63%	34.49%	31.61	7.84%	52.93%
2019	60.83	1.87%	6.35	0.65%	10.43%	0.93	-22.87%	1.53%	22.59	9.66%	37.13%	30.97	-2.01%	50.91%
2020	80.02	31.54%	7.63	20.16%	9.53%	1.11	18.81%	1.38%	32.29	42.98%	40.35%	39.00	25.92%	48.73%
2021	109.94	37.38%	11.30	48.16%	10.28%	1.56	40.57%	1.42%	52.93	63.90%	48.14%	44.16	13.24%	40.17%
2022	104.80	-4.67%	13.21	16.92%	12.60%	1.76	13.03%	1.68%	52.51	-0.79%	50.10%	37.32	-15.49%	35.61%
2023E	113.66	8.45%	19.32	46.26%	17.00%	2.05	16.24%	1.80%	55.92	6.49%	49.20%	36.37	-2.55%	32.00%
2024E	126.27	11.10%	26.52	37.24%	21.00%	2.40	17.27%	1.90%	60.74	8.61%	48.10%	36.62	0.68%	29.00%
2025E	138.90	10.00%	34.72	30.95%	25.00%	2.78	15.79%	2.00%	65.28	7.48%	47.00%	36.11	-1.38%	26.00%

资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，安信证券研究中心测算

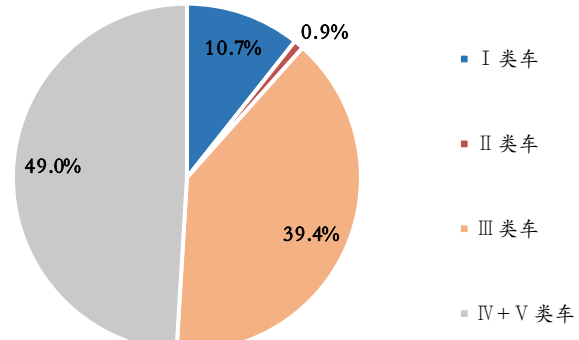
从公司层面来看，作为传统叉车龙头，安徽合力IV+V类车叉车销量占比大，但销量结构优化符合行业趋势。从销量结构来看，2022年，公司I-IV/V类车销量占比分别为10.7%、0.9%、39.4%、49.0%，公司I-III类车销量占比相较行业水平略低，IV/V类车占比较高，系公司传统内燃叉车市场地位稳固，市占率较高，整体销售规模较大。从销量增速来看，2022年，公司I-IV/V类车销量增速分别为22.18%、18.03%、0.89%、-13.69%，公司电动化产品增速表现超越行业，紧跟锂电化发展趋势，通过产品创新迭代与产业链布局稳固行业龙头地位。公司在销量结构优化方面符合行业趋势，2022年，I-IV/V类车销量占比分别+2.4、+0.2、+2.4、-4.9pct。

图37. 2021年合力分车型销量结构



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图38. 2022年合力分车型销量结构



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

安徽合力积累较为丰富的锂电叉车技术，同时较早地进行了锂电产业链布局，叠加渠道优势，未来有望延续内燃机车时代的领先地位。

(1) **产品方面通过快速创新迭代满足市场需求。**公司紧盯行业轻量化、锂电化、智能化等趋势，自主开发打造差异化产品组合。**电动平衡重式（I类车）方面：**2022年，公司推出多款多系列具备较强市场竞争力的锂电产品，包括具有环境适应能力强、全生命周期综合成本低等特点的H4系列，以及标配集成车联网系统，智能化程度更高、节能性更强的G2专用系列。2022年，公司G2系列锂电专用车年产销突破一万台。**小锂电产品方面：**公司同样实现快速迭代，1.2-2吨步行式电动托盘堆垛车不断优化提效。且公司早在2018年、2020年，分别收购控股了宁波力达、浙江加力，二者均专注于电动托盘搬运车和托盘堆垛车系列产品研发及制造，合力的收购旨在持续加强公司仓储叉车电动化的布局，增强公司在锂电仓储车领域市场竞争力与产能。

(2) **锂电产业链布局方面，**2019年9月公司入股杭州鹏成新能源科技有限公司，共同股东还包括杭叉集团和宁德时代，该公司主营非道路移动机械的动力电池系统研发、生产、销售，其中电池组的核心部件（电芯、模组）由宁德时代提供，同时提供技术许可与技术支持。公司布局锂电产业链上游最核心的电池包环节，并加强与宁德时代的合作，有利于公司强化电动叉车的生产与供应能力，推动锂电池新能源叉车技术进步与发展。

图39. 安徽合力锂电叉车布局

2018年	2019年	2020年
<ul style="list-style-type: none"> 收购宁波力达股份，布局电动仓储车业务 	<ul style="list-style-type: none"> 参股鹏成，布局锂电池业务，完善锂电叉车产业链布局 	<ul style="list-style-type: none"> 收购加力股份，进一步布局电动仓储车业务，增加相关产能

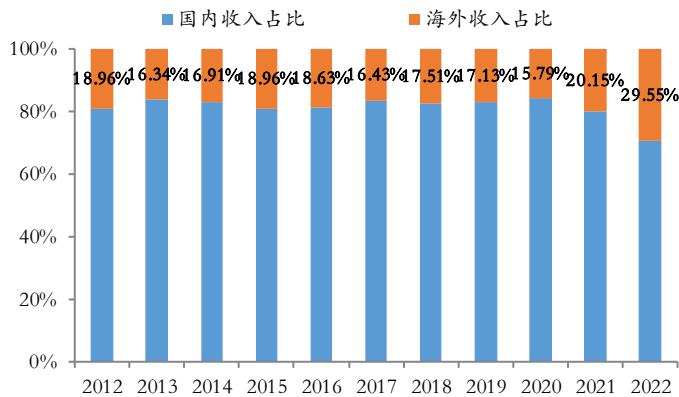
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 公司处于海外渠道布局红利期，海外业务有望保持较快增长

全球新能源汽车和清洁能源产业的快速发展，也为国产品牌锂电产品提供弯道超车机遇。国产品牌有望凭借国内相对成熟的新能源产业链布局，以交付周期短、供应链成本低、人才体系优势，趁锂电化趋势加大出口力度，切入海外空白市场。安徽合力2022年海外市场收入规模约46亿元，海外市占率不足5%（前文提到2020年全球叉车市场规模预计约为1511亿人民币，海外销量占比约50%，欧美市场均价约是中国市场2倍，据此粗略估计海外市场规模约1000亿人民币左右），目前正处于海外渠道布局红利期，依靠渠道与服务体系的完善，预计可有效提升海外业务规模。

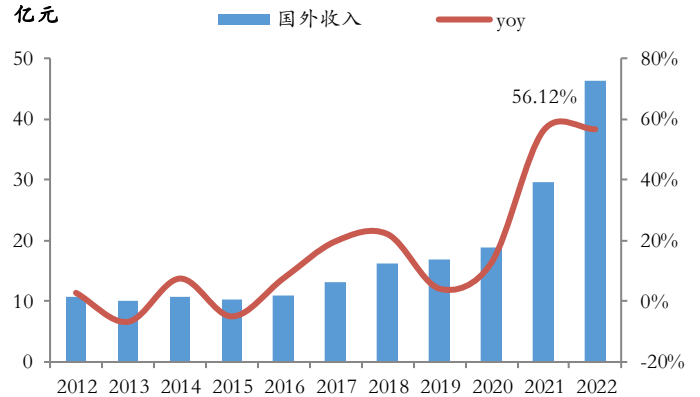
从合力营收分市场表现来看，2021-2022年公司海外业务规模显著扩张。2016-2022年，公司海外收入规模CAGR达27%，海外销量CAGR达34%，2022出口达到7.78万台，创历史新高。尤其近两年公司海外收入增速较高，业务规模显著扩大，2021-2022年，实现海外收入29.57、46.32亿元，同比增长56.12%、56.64%，占比达到20.15%、29.55%。我们判断，一方面系锂电化趋势加速，国产品牌产品优势突出；另一方面，公司海外渠道布局日渐完善。

图40. 2012-2022 年合力国内外收入占比情况



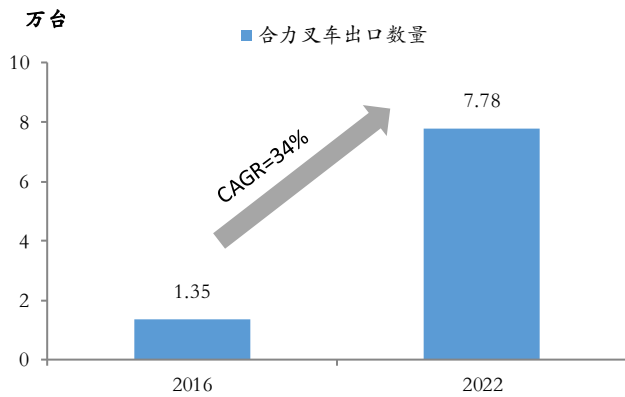
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图41. 2012-2022 年合力国外收入及增速



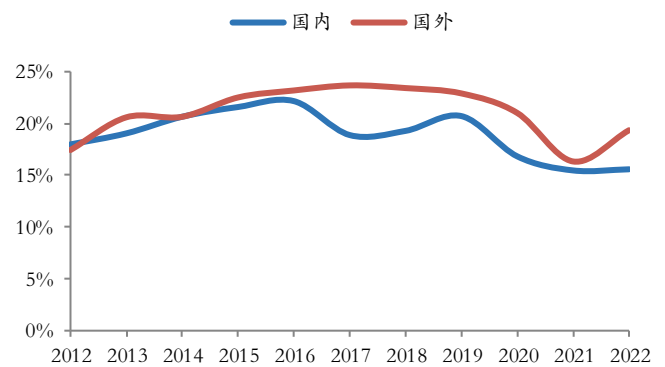
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图42. 2016、2022 年合力叉车出口 CAGR=34%



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

图43. 2012-2022 年合力叉车国内外市场毛利率差异



资料来源: wind, 安信证券研究中心

海外市场战略准备充分，公司根据需求层次、经济发展水平等将海外市场进行分层，进行有针对性地产品输出与营销。①根据需求层次细分市场：根据《安徽合力公司海外市场营销策略研究》，合力将市场划分为高端、终端和低端市场，其中高端市场对产品需求标准偏高，数字化智能化需求多，中端市场对产品需求标准中等，低端市场产品满足基本使用需求即可。②按照经济发展水平细分市场：公司根据不同国家的经济实力将海外市场划分为发达地区、较发达地区、欠发达地区，发达地区市场相对成熟且竞争激烈，同时对产品需求标准偏高，环保方面要求高，包括墨西哥、加拿大、美国、英国等地；较发达地区以中低端产品需求为主，部分产品需要特殊生产，价格战偏多，包括巴西、阿根廷、巴拿马等地；欠发达地区市场发展处于初期，以低端产品需求为主，价格敏感，包括巴基斯坦、印度、埃及等地。市场细分有利于业务员熟悉负责区域内的客户类型和相应市场的产品需求，从而可以促进营销人员的工作效率，提高公司资源的有效配置。

表9: 安徽合力对海外市场按需求层次划分

市场	标准	对应产品
高端市场	对产品需求标准偏高，尤其是环保方面有严格要求，产品数字化、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
中端市场	产品需求标准中等，特殊要求偏多，需要特制，市场价格敏感度较高	H3 系列产品 (内燃、锂电池、铅酸电池等配置)
低端市场	产品基本满足使用需求即可，市场价格最敏感	合力 H2000 系列产品 合力 K2 系列产品

资料来源: 《安徽合力公司海外市场营销策略研究》，安信证券研究中心

表10：安徽合力对海外市场按经济发展区域划分

细分市场	主要地区	市场特点	主要竞争对手
经济发达地区	北美市场	美国、加拿大、墨西哥等	市场相对比较成熟，竞争非常激烈，对产品需求标准偏高，尤其是环保方面有严格要求
	西欧市场	英国、荷兰、法国、德国等	
	亚洲市场（部分）	日本、韩国、新加坡等	
经济较发达地区	南美市场	巴西、阿根廷等	市场成熟度一般，竞争较为激烈，中、低端产品需求为主，部分产品需要特殊生产，价格战偏多
	东欧市场	俄罗斯、乌克兰等	
	大洋洲市场	澳大利亚、新西兰等	
经济欠发达地区	东南亚市场（部分）	印度、巴基斯坦等	市场发展处于初期，竞争一般，低端产品需求为主，价格比较敏感
	非洲市场（部分）	埃及、南非等	

资料来源：《安徽合力公司海外市场营销策略研究》，安信证券研究中心

公司覆盖全球的海外中心体系日渐完善，逐步迈入渠道布局红利期。合力在上市之初就开始在海外市场发展业务，最初以直销方式开展，后在 2007 年转为寻找代理商进行合作，当年海外收入增长 45.02%，效果明显。2014 年，建立第一个海外中心，加强对代理商管理以及配件、售后服务的支持力度，至 2022 年，又陆续建立东南亚、北美、中东、欧亚中心，全球区域覆盖面积拓展；同时海外中心的建设、成长需要一定时间周期，在各大海外中心业务拓展陆续步入正轨阶段，有望为公司海外业务增长提供持续性支撑。

表11：合力海外渠道建设历史沿革

时间	建设	海外收入（亿元）	增速（%）
1996 年之前	在海外等国设立代理销售点 开始推行直销方式	—	—
2007 年	寻找海外代理商建立合作，截至目前已与 76 家海外代理商建立合作	9.18	45.02%
2014 年	投资设立欧洲合力中心	10.80	7.46%
2019 年	合力东南亚中心（泰国）投入运营 合力北美（美国）中心完成筹建	16.81	4.15%
2021 年	投资建立合力中东公司	29.57	56.12%
2022 年	投资设立合力欧亚中心	46.32	56.65%

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

据安徽合力叉车集团官网信息，未来合力将上线第一个海外中心的管理信息系统，意味着合力在海外从开疆拓土到增强看家本领的转变。这些能力建设将会使得海外中心的风控进一步提高，支撑业务体系能够合规有效及高效运行，将会成为海外中心降低运营成本的利器。海外客户和代理商能够更好的与公司沟通，实现零部件的采购和整机的订购。海外中心的管理信息系统将有效增强海外体系能力，加强海外业务风控同时为客户和代理商提供资源支持。

图44. 安徽合力国际化布局



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3.3. AI 助力公司发展“三智一网”新模式，迈向工业 4.0 时代

公司创新实施智能制造、智能产品、智能服务和工业互联网“三智一网”发展新模式，促进先进制造业与现代服务业融合发展。依托互联网、物联网、大数据、边缘计算、云计算、5G 网络、人工智能、数字孪生等新一代信息技术，围绕仓储、配送、柔性化生产等场内物流关键环节，为用户打造无人化物流作业、数字化物流场景、智能化物流管理，积极推动智能制造和智能物流业的降本增效、高速增长，迈向工业 4.0。

智能制造助力公司提高生产效率。根据公司官网的新闻报道，合力通过建立 5G 智能车间和智能化生产线，打造实时、协作、透明、数字化的高效智能工厂，进一步提高劳动生产率，提升产品品质。2019 年以来，随着智能工厂的陆续投产，企业人均劳动生产率提高了 69.7%，产品研制周期缩短了 33%，整机产品平均月度返修率降低了 44.6%。

图45. 公司智能化生产车间



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图46. 公司智能化生产车间



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

AI 赋能智能产品，助力合力迈入工业 4.0 时代。合力相继推出国内首台 5G+AGV、首台国产系统堆垛式 AGV、重载叉车式 AGV 等高端智能化产品，合力智慧物流系统已在仓储、物流、家电、汽车等多个行业得到产业化应用。具体来看：

- ①合力通过基于边缘计算激光 SLAM 技术，可以实现 AGV 集群工作高效和实时性，提高 AGV 自主导航的准确性和安全性。
- ②合力打造了国内首台 5G+无人叉车，结合无人叉车式 AGV 产品，已形成了一套智能解决方案，为国内国际物流领域的智能化改造提供范本。
- ③合力通过融合 AI 与 3D 视觉等技术，让 AGV 拥有智慧的“眼睛”，感知并识别物流现场中库位、人员、货物、车辆的状态，提升物流效率，减少安全事故。目前合力 AI 视觉主要运用

领域：精准识别目标物体；库位管理；保障动态环境安全等，从而为用户打造柔性化的智能物流解决方案。

④合力数字孪生平台集成人工智能、边缘计算、大数据、工业 5G，视觉技术，结合现场物流流程状态、任务状态、AGV 运行轨迹、库位信息等建立物理世界和数字世界之间精准映射、实时反馈机制，从而实现物理世界与数字世界互联、互通、互操作。通过数字孪生平台能有效地实现场景模拟、实时监控，潜在问题防控、管理决策改进，提升智能物流管理的数字化进程。

智慧物流业务借助 AI 智能产品快速发展。合力智慧物流系统采用先进算法，能够实现科学存储、智能拣选、自动化运送、系统预警提示和可视化管理，可全面提升用户生产效率和科学管理水平。产品主要包含激光叉车式 AGV、磁导航 AGV、二维码导航 AGV 等系列，广泛应用于家居制造、物流仓储、百货超市、机械制造、汽配加工、电子加工等行业，运用场景覆盖室内、外的工厂收、发、补和仓库存、取、拣等模式。2022 年，合力智慧物流板块收入同比提升 158%，AGV 销量同比增长 255%。

图47. AI 赋能 AGV 智能应用场景



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

在智能服务与工业互联网方面，实现智能化工业车辆产品网联覆盖率 100%，也是未来实现商业模式升级的基础。合力通过营销服务网络和合力飞科思（FICS）工业互联网平台的有机结合，为用户提供叉车监控调度、设备管理、服务延伸、售后维保、配件销售等融合应用，覆盖产品全生命周期，打通叉车后市场服务全产业链条，引领工业车辆产品智能化与网联化发展。合力智能车队管理系统（FICS）是运用云计算与互联网技术的智能信息化系统，帮助车队管理者实时了解车队的运营情况和驾驶人员的作业表现。系统软件平台整合智能终端收集的数据信息，能够为车队运营投入、设备维护保养、运行效率提供优化分析。FICS 系统能够帮助用户实现高效、经济、安全的车队管理解决方案，实现叉车网联化管理，提高整体工作效率。根据公司官网的新闻报道，截至 2022 年初，合力生产的智能化工业车辆产品网联覆盖率 100%，合力飞科思（FICS）工业互联网平台服务的客户数量已超过 300 家，其中头部客户达 20 多家，实现工业车辆设备上云超过 1.4 万台。

图48. 合力智能车队管理系统（FICS）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

4. 盈利预测与投资建议

我们通过对公司叉车业务的量价拆分进行未来的预测：

(1) 销量方面：预计 2023-2025 年公司叉车总销量分别约为 29.4、33.3、37.8 万台，同比增速分别为 12.8%、13.0%、13.7%。主要基于以下对四类车内外销的判断，公司销量结构符合行业结构变化趋势，I 类车在锂电化驱动以及双重替代效应下占比逐步提升，IV/V 类车销量占比逐步下降，II 类车及 III 类车占比相对稳定：

① **I 类车**：2022 年公司销量约 2.78 万台，同比+22.18%，出口占比约 13%。假设 2023-2025 年，内销增速保持 25%，出口呈加速趋势，分别为 50%、60%、70%。则 I 类车预计销量分别为 3.57、4.67、6.26 万台，增速分别为 28.5%、30.7%、34.0%，占比分别为 12.14%、14.05%、16.55%。

② **II 类车**：2022 年公司销量约 2400 台，同比+18.03%，出口占比约 30%。假设 2023-2025 年，随着国内市场渗透率提升，内销增速呈现加速趋势，分别为 10%、12%、15%，外销增速 50%，保持较高增长。则 II 类车预计销量分别为 2951、3749、4924 台，增速分别为 23.0%、27.0%、31.4%，占比分别为 1.00%、1.13%、1.30%。

③ **III 类车**：2022 年公司销量约 10.27 万台，同比+0.9%，出口占比约 46%。假设 2023-2025 年内销增速保持 5%，出口增速逐步放缓，分别为 25%、23%、20%。则 III 类车预计销量分别为 11.73、13.39、15.16 万台，增速分别为 14.2%、14.1%、13.2%，占比分别为 39.89%、40.28%、40.08%。

④ **IV+V 类车**：2022 年公司销量约 12.79 万台，同比-13.7%，出口占比约 20%。假设 2023-2025 年内销增速保持 5%，出口增速放缓后保持稳定，分别为 20%、15%、15%，则 IV+V 类车预计销量分别为 13.82、14.82、15.91 万台，增速分别为 8.0%、7.2%、7.4%，占比分别为 46.96%、44.55%、42.07%。

表12：2021-2025E 安徽合力分车型销量及增速与占比表现测算

项目	I 类车	II 类车	III 类车	IV+V 类车
2021				
销量 (台)	22758	2033	101839	148205
销量占比	8.28%	0.74%	37.06%	53.93%
增速	47.3%	53.6%	31.9%	17.0%
2022				
销量 (台)	27806	2400	102745	127916
销量占比	10.66%	0.92%	39.39%	49.04%
增速	22.2%	18.0%	0.9%	-13.7%
2023E				
销量 (台)	35730	2951	117379	138165
销量占比	12.14%	1.00%	39.89%	46.96%
增速	28.5%	23.0%	14.2%	8.0%
2024E				
销量 (台)	46706	3749	133931	148156
销量占比	14.05%	1.13%	40.28%	44.55%
增速	30.7%	27.0%	14.1%	7.2%
2025E				
销量 (台)	62586	4924	151578	159108
销量占比	16.55%	1.30%	40.08%	42.07%
增速	34.0%	31.4%	13.2%	7.4%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

(2) 价格方面：我们认为随着公司锂电叉车占比提升、海外销售占比提升，整体均价呈稳步增长趋势，通过对四类叉车均价变化趋势的假设，2023-2025 年，预计综合均价分别为 6.12、

6.27、6.52 万元/台。通过 2022 年量价的大致拆分，公司 I-IV/V 类车车均价分别估计为 15.22、26.12、2.9、6.13 万元。在此基础上，考虑锂电叉车占比提升、海外占比提升、价格年降以及供需等因素，我们假设 2023-2025 年 I 类车单价分别为 15.25/15.30/15.35 万元，II 类车单价分别为 26.50/26.55/26.6 万元，III 类车单价分别为 2.88/2.85/2.83 万元，IV+V 类车单价分别为 6.07/6.01/5.95 万元，整体表现为 I-II 类车均价提升，III、IV/V 类车均价下滑。

表13：2021-2025E 安徽合力分车型业务收入拆分及预测

收入拆分	科目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
合计	营收 (亿元)	154.17	156.73	181.34	210.12	248.37
	营收增速	20.47%	1.66%	15.70%	15.87%	18.21%
	毛利率	16.10%	17.00%	17.23%	17.27%	17.37%
叉车	营收 (亿元)	152.67	155.47	179.96	208.60	246.70
	营收增速	20.50%	1.84%	15.75%	15.91%	18.27%
	单价 (万元)	5.56	5.96	6.12	6.27	6.52
	总销量 (台)	274815	260840	294224	332541	378196
	市占率	25.0%	24.9%	25.9%	26.3%	27.2%
	毛利率	15.64%	16.71%	16.94%	16.99%	17.11%
	营收占比	99.03%	99.20%	99.24%	99.28%	99.33%
I 类车	营收 (亿元)	34.36	42.32	54.49	71.46	96.07
	营收增速	48.31%	23.15%	28.75%	31.15%	34.44%
	单价 (万元)	15.1	15.2	15.3	15.3	15.4
	销量 (台)	22758	27806	35730	46706	62586
	市占率	20.1%	21.0%	18.5%	17.6%	18.0%
	毛利率	16.00%	17.50%	18.50%	18.60%	18.70%
收入占比	22.29%	27.00%	30.05%	34.01%	38.68%	
II 类车	营收 (亿元)	5.29	6.26	7.82	9.95	13.10
	营收增速	56.56%	18.48%	24.86%	27.27%	31.60%
	单价 (万元)	26.0	26.10	26.50	26.55	26.60
	销量 (台)	2033	2400	2951	3749	4924
	市占率	13.1%	13.6%	14.4%	15.6%	17.7%
	毛利率	15.80%	17.50%	18.00%	18.10%	18.20%
收入占比	3.43%	4.00%	4.31%	4.74%	5.27%	
III 类车	营收 (亿元)	30.04	29.80	33.81	38.17	42.90
	营收增速	29.65%	-0.82%	13.45%	12.91%	12.38%
	单价 (万元)	2.95	2.90	2.88	2.85	2.83
	销量 (台)	101839	102745	117379	133931	151578
	市占率	19.2%	19.7%	21.0%	22.1%	23.2%
	毛利率	15.20%	16.00%	16.25%	16.00%	15.90%
收入占比	19.49%	19.01%	18.64%	18.17%	17.27%	
IV+V 类车	营收 (亿元)	92.67	78.41	83.85	89.01	94.64
	营收增速	14.71%	-15.38%	6.93%	6.16%	6.32%
	单价 (万元)	6.25	6.13	6.07	6.01	5.95
	销量 (台)	148205	127916	138165	148156	159108
	市占率	33.6%	34.3%	38.0%	40.5%	44.1%
	毛利率	14.00%	16.20%	16.10%	16.00%	15.90%
收入占比	60.11%	50.03%	46.24%	42.36%	38.10%	
其他业务	营收 (亿元)	1.50	1.26	1.38	1.52	1.67
	营收增速	18.11%	-16.21%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	62.86%	53.44%	55.00%	55.00%	55.00%
	营收占比	0.97%	0.80%	0.76%	0.72%	0.67%

资料来源：公司报告，安信证券研究中心测算

投资建议：

收入端：综合量价，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 181.3/210.1/248.4 亿元，同比增速 15.7%/15.9%/18.2%，产品结构优化带动收入增速高于销量增速；

盈利端：预计毛利率走势基本符合均价变动趋势，同时成本端压力同比放缓，其中钢材价格同比维持较低水平，锂电池价格有望伴随材料价格走低而同比下降，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 11.6/13.5/16.3 亿元，同比增速 28.6%/16.3%/20.4%；

估值方面：2023-2025 年，公司对应 PE 分别为 12/10/9 倍，维持“买入-A”评级。

5. 风险提示

1. 国内市场复苏不及预期：2023 年国内经济复苏不及预期，制造业、物流业新增固定资产投资不足，导致叉车需求不足，内销增长不及预期，压制整体营收增长。

2. 海外拓展不及预期：从行业角度看，海外经济衰退、地缘政治格局、区域冲突或导致市场需求不足；从公司角度看，新建海外中心进行初期业务拓展进度缓慢或导致出口增速不及预期。

3. 市场竞争加剧导致毛利率承压：伴随行业锂电化趋势，新进入者为以锂电叉车新产品切入市场，为获取市场份额或进行价格竞争，导致锂电叉车均价下降，导致盈利水平承压。

4. 原材料成本上行风险：一方面钢材等大宗商品价格上行导致成本压力增加；另一方面，锂电池原材料降价向电芯、电池包环节传导不及时，导致锂电池价格仍维持高位。

5. 内控优化不及预期：在市场拓展阶段，由于人员增长，费用端压力增加，导致“提质增效”改革成效短期不显著。

6. 假设及测算不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	154.2	156.7	181.3	210.1	248.4	成长性					
减: 营业成本	129.3	130.1	150.1	173.8	205.2	营业收入增长率	20.5%	1.7%	15.7%	15.9%	18.2%
营业税费	0.9	0.9	1.1	1.3	1.5	营业利润增长率	-8.0%	30.7%	26.3%	16.6%	20.7%
销售费用	5.2	5.5	5.6	6.3	7.5	净利润增长率	-13.4%	42.6%	28.6%	16.3%	20.4%
管理费用	4.0	4.3	4.5	5.0	6.0	EBITDA 增长率	-6.8%	26.8%	25.0%	13.0%	17.2%
研发费用	7.1	6.2	6.9	8.0	9.4	EBIT 增长率	-10.1%	32.0%	30.6%	15.0%	19.5%
财务费用	-0.1	-0.4	-0.2	-0.5	-0.8	NOPLAT 增长率	-6.0%	27.9%	29.1%	15.0%	19.5%
资产减值损失	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	投资资本增长率	16.7%	29.1%	-33.5%	56.1%	-35.7%
加: 公允价值变动收益	0.2	0.4	-	-	-	净资产增长率	7.1%	15.2%	9.3%	14.9%	16.7%
投资和汇兑收益	0.5	0.7	1.3	0.8	1.0						
营业利润	8.8	11.5	14.5	16.9	20.4	利润率					
加: 营业外净收支	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	毛利率	16.1%	17.0%	17.2%	17.3%	17.4%
利润总额	9.0	11.6	14.7	17.1	20.6	营业利润率	5.7%	7.3%	8.0%	8.0%	8.2%
减: 所得税	1.1	1.4	1.8	2.0	2.5	净利润率	4.1%	5.8%	6.4%	6.4%	6.6%
净利润	6.3	9.0	11.6	13.5	16.3	EBITDA/营业收入	6.8%	8.5%	9.2%	8.9%	8.9%
						EBIT/营业收入	5.4%	7.1%	8.0%	7.9%	8.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	42	45	39	30	23
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动资产周转天数	12	20	10	13	14
货币资金	20.0	34.7	25.0	24.4	56.9	流动资产周转天数	180	223	208	185	192
交易性金融资产	23.2	33.4	33.4	33.4	33.4	应收帐款周转天数	27	32	29	29	30
应收帐款	12.4	15.7	13.4	20.9	20.7	存货周转天数	41	47	41	43	44
应收票据	-	0.1	-	-	0.1	总资产周转天数	250	303	281	243	239
预付帐款	2.0	1.8	2.3	2.6	3.2	投资资本周转天数	69	84	68	60	51
存货	20.3	21.0	20.8	29.4	31.0						
其他流动资产	6.5	3.0	5.1	4.9	4.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.9%	13.3%	15.9%	16.1%	16.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.7%	6.9%	9.6%	10.1%	10.0%
长期股权投资	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0	ROIC	27.8%	30.5%	30.5%	52.7%	40.4%
投资性房地产	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8	费用率					
固定资产	18.8	20.7	18.7	16.8	14.8	销售费用率	3.4%	3.5%	3.1%	3.0%	3.0%
在建工程	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7	管理费用率	2.6%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%
无形资产	3.0	5.0	4.8	4.6	4.4	研发费用率	4.6%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%
其他非流动资产	4.3	4.9	4.0	4.4	4.3	财务费用率	0.0%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
资产总额	116.4	147.7	134.9	148.8	180.6	四费/营业收入	10.5%	9.9%	9.3%	9.0%	8.9%
短期债务	5.3	5.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	20.5	19.6	27.3	26.9	36.9	资产负债率	44.9%	50.1%	40.2%	37.7%	40.1%
应付票据	9.9	6.2	10.5	10.0	14.2	负债权益比	81.6%	100.2%	67.3%	60.5%	66.9%
其他流动负债	11.3	8.0	8.5	9.2	8.6	流动比率	1.80	2.82	2.16	2.51	2.51
长期借款	3.0	15.0	-	-	-	速动比率	1.36	2.28	1.71	1.87	1.99
其他非流动负债	2.3	20.1	7.9	10.1	12.7	利息保障倍数	-136.18	-26.00	-66.48	-35.36	-25.64
负债总额	52.3	73.9	54.2	56.1	72.4	分红指标					
少数股东权益	6.0	6.1	7.3	8.8	10.7	DPS(元)	0.35	-	0.40	0.40	0.35
股本	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	分红比率	40.9%	0.0%	25.4%	22.1%	15.8%
留存收益	50.8	57.2	65.9	76.4	90.2	股息收益率	1.9%	0.0%	2.1%	2.2%	1.9%
股东权益	64.1	73.8	80.6	92.7	108.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.86	1.22	1.57	1.83	2.20
净利润	7.9	10.3	11.6	13.5	16.3	BVPS(元)	7.85	9.15	9.90	11.33	13.18
加: 折旧和摊销	2.2	2.3	2.2	2.2	2.2	PE(X)	21.8	15.3	11.9	10.2	8.5
资产减值准备	0.1	0.2	-	-	-	PB(X)	2.4	2.0	1.9	1.7	1.4
公允价值变动损失	-0.2	-0.4	-	-	-	P/FCF	13.6	5.5	-23.4	109.2	4.2
财务费用	-0.4	-	-0.2	-0.5	-0.8	P/S	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
投资收益	-0.5	-0.7	-1.3	-0.8	-1.0	EV/EBITDA	6.3	5.3	5.6	5.2	3.1
少数股东损益	1.5	1.2	1.3	1.5	1.8	CAGR(%)	24.2%	20.9%	15.7%	24.2%	20.9%
营运资金的变动	-3.9	-0.3	12.6	-17.9	13.1	PEG	0.9	0.7	0.8	0.4	0.4
经营活动产生现金流量	6.5	7.7	26.2	-2.0	31.7	ROIC/WACC	2.8	3.0	3.0	5.3	4.0
投资活动产生现金流量	-12.0	-12.8	1.3	0.8	1.0	REP	0.8	0.6	1.1	0.4	0.6
融资活动产生现金流量	4.0	23.8	-37.2	0.6	-0.1						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034