

安徽合力 (600761)

母公司与华为签署深化合作协议，赋能智能物流业务等板块

买入 (维持)

2025年02月17日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 韦译捷

执业证书: S0600524080006
weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	15774	17471	18195	20058	22260
同比 (%)	2.32	10.76	4.14	10.24	10.98
归母净利润 (百万元)	907.19	1,278.13	1,398.54	1,598.08	1,808.12
同比 (%)	43.10	40.89	9.42	14.27	13.14
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.02	1.43	1.57	1.79	2.03
P/E (现价&最新摊薄)	19.09	13.55	12.38	10.83	9.58

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ 叉车集团与华为签署深化合作协议，公司智能物流等板块有望受益

2025年2月10日，安徽合力控股股东安徽叉车集团与华为举行深化合作协议签约仪式，根据协议，双方将在数字化转型、智能物流、人工智能、人才培养等领域开展深化合作，实现合作共赢：(1) 产品端，华为有望为公司的智能物流设备等提供技术支持，解决 AGV/AMR 应用端痛点问题，(2) 业务端，公司有望为华为智慧工厂解决方案提供配套硬件设备等。近年来合力加快对智慧物流领域的布局：①2023 年子公司合力工业车辆引入战略投资者，完成混改，②2024 上半年收购安徽宇锋智能，实现合力智能物流产业园顺利开园。2024 上半年，智能物流业务营收同比增长 161%。未来随华为等多方合作深入、公司主动拓展业务，智能物流板块有望成为公司第二成长曲线。

■ 物流业智能化转型为大趋势，有望为传统叉车企业打造第二成长曲线

根据永恒力大致测算，物料运输中 80% 的运营成本来自于人工费用。我们认为劳动力短缺、劳动力成本上升、SKU 增加等催化下，物流业、仓储业、制造业智能化转型为行业大趋势，无人叉车等智慧物流装备渗透率有望持续提升。智慧物流行业参与者众多，包括传统叉车企业，新兴专业 AGV/AMR 厂商、物流集成商等。传统叉车企业具备客户积累、叉车硬件优势，有望脱颖而出。全球龙头丰田工业 2024 年物流解决方案事业部收入约 240 亿人民币，占工业车辆事业部营收约 20%。安徽合力近几年加速在智慧物流领域布局，但体量和收入占比相较海外叉车龙头，仍有提升空间。

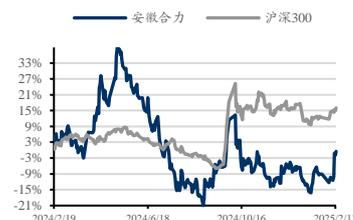
■ 2024 年行业景气度磨底，可期待国内政策推进、海外渠道需求复苏

叉车行业需求来源于 (1) 制造业、物流业投资规模增长，对搬运工具需求提升，(2) 人工成本提升，工厂、仓库等对工作效率的要求提高，机器替人为趋势。2014-2023 年全球叉车销量 CAGR 为 8%，国内/海外分别为 15%/5%。短期来看，行业国内景气磨底，80 万台年销量以存量更新需求为主；海外需求疲软，行业新签订单增速已下滑 2 年有余 (2022-2024 年)，其中美国市场下滑幅度尤为明显。2024 年 Q4 全球龙一丰田新签订单同/环比分别提升 11%/42%，增幅转正，或反映需求企稳。2024 年 Q4，国内原材料价格仍低位震荡，且海外收入增长，占比被动提升，叉车企业利润率有望维持较高水平。中长期看，国内外锂电化率提升仍有空间，2023 年国内、海外锂电化率 (锂电平衡重叉车占总体叉车的比重) 分别为 19%/13%，提升空间广阔，助力结构优化+出海。此外，随 2021 年开始销往海外的叉车机龄增长，后市场服务将接力新机销售创造新增长点。

■ **盈利预测与投资评级:** 2024 年四季度叉车内需仍偏弱，出于谨慎性考虑，我们调整公司 2024-2026 年盈利预测为 14.0 (原值 14.6) /16.0 (原值 16.8) /18.1 (原值 19.3) 亿元，当前市值对应 PE 为 12/11/10X，维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 地缘政治冲突、原材料价格上涨、竞争格局恶化等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.44
一年最低/最高价	15.23/28.50
市净率(倍)	1.69
流通 A 股市值(百万元)	17,315.07
总市值(百万元)	17,315.07

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.48
资产负债率(% ,LF)	42.18
总股本(百万股)	890.69
流通 A 股(百万股)	890.69

相关研究

《安徽合力(600761): 2024 三季度报点评: Q3 归母净利润-9%，增速阶段性受内需承压、海外拓展费用影响》

2024-10-30

《安徽合力(600761): 2024 年中报点评: Q2 归母净利润同比+5%，出海引领增长》

2024-08-27

1. 物流智能化转型加快，安徽合力有望由此受益

物流业智能化转型为大趋势，无人叉车渗透率将持续提升。AGV（移动机器人/无人叉车）是智能物流系统中的核心设备，能够在没有人工操作的情况下，按照预设的路径完成货物的搬运任务。根据永恒力大致测算，物料运输中 80%的成本来自于人工成本，我们认为劳动力短缺、劳动力成本上升、SKU 增加等催化下，物流业、仓储业、制造业智能化转型为行业大趋势，AGV 渗透率有望持续提升。

图1：根据永恒力测算，物料运输中 80%的运营成本来自劳动力，无人叉车具备经济效益

Capital Forklift Costs	Annual Personnel Costs	Personnel Cost Over 5 Years
\$30,000 one time	\$32,400 annually	\$162,000
\$30,000 (capital purchase)	\$12.00 per hour 2,000 hours single shift Hourly rate x 35% benefits / burden rate + • Damage • Service • Training • Retraining • Errors	Approximately 80% total cost of ownership is directly related to the operator on board.

*Costs will vary by model type, company and/or market.

数据来源：永恒力官网，东吴证券研究所

智能物流解决方案有望为传统叉车企业打造第二成长曲线。智慧物流行业参与者众多，包括传统叉车企业，新兴专业 AGV/AMR 厂商、物流集成商等。传统叉车企业具备客户积累、叉车硬件优势，有望脱颖而出。全球龙头丰田工业 2024 年物流解决方案事业部收入约 240 亿人民币，占工业车辆事业部营收约 20%。我国国产双龙头近几年均加速在智慧物流领域布局，看好未来成长。

图2：根据永恒力测算，物料运输中 80%的运营成本来自劳动力，无人叉车具备经济效益

公司名称	子公司	简介
杭叉集团	汉和智能	2016 年成立，配合杭叉集团与国际 AGV 控制技术提供商瑞典 NDC 公司进行技术合作。主要提供物流软件等产品
	杭叉智能	2018 年成立，从事智慧物流整体解决方案，是当前国内最大的 AGV 厂商
	杭奥智能	2022 年与日本知名智能物流装备供应商奥卡姆拉合作成立
安徽合力	合力科技	公司智能物流业务核心平台企业，业务涵盖智能物流系统、AGV、智能网联等
	宇锋智能	2024 年 4 月收购，AGV 及智慧物流系统领先供应商

数据来源：永恒力官网，东吴证券研究所

2024 年叉车行业景气度磨底，可期待国内政策推进、海外渠道需求复苏。

(1) 国内：2024 年行业景气度磨底，80 万台销量以存量更新需求为主。2024 年 9 月末以来宏观政策逆周期调节力度加大，货币政策、财政政策陆续落地，且 2025 年“两重”“两新”政策仍将加力扩围，支持全方位扩大内需、支撑经济持续回升向好。叉车行业景气度、电动化转型进展与宏观经济活跃度，制造业、物流业景气度直接挂钩，可期待后续内需修复趋势。

图3：考虑三类车替代手动液压车的量，2022-2024 年叉车国内销售以存量更新为主（单位：万台）

年份	国内叉车保有量	手动液压车保有量	手动液压车换算三类车保有量	存量更新比例（寿命更新）	存量更新需求	保有量新增比例（下游投资/机器替人）	新增需求	国内叉车销量
2022	366	1200	300	10%	67	1%	2.0	69
2023	420	1080	270	11%	72	1%	4.4	77
2024	424	972	243	11%	73	2%	8.0	81
2025E	433	875	219	12%	75	3%	13.0	88
2026E	446	787	197	12%	77	3%	13.4	90

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

(2) 海外：2024 年需求疲软，行业新签订单增速已下滑 2 年有余（2022-2024 年），其中美国市场下滑幅度尤为明显。2024 年 Q4 全球龙一丰田新签订单同/环比分别提升 11%/42%，增幅转正，或反映需求企稳。中长期看，国内外锂电化率提升仍有空间，2023 年国内、海外锂电化率（锂电平衡重叉车占总体叉车的比重）分别为 19%/13%，提升空间广阔，助力结构优化+出海。此外，随 2021 年开始销往海外的叉车机龄增长，后市场服务将接力新机销售创造新增长点。

图4：2024 年 Q4 丰田新签订单同环比修复



数据来源：丰田工业车辆官网，东吴证券研究所

2. 盈利预测与投资建议

未来随华为等多方合作深入、公司主动拓展业务，智能物流板块有望成为安徽合力第二成长曲线，可持续关注。2024 年四季度叉车内需仍偏弱，出于谨慎性考虑，我们调整公司 2024-2026 年盈利预测为 14.0（原值 14.6）/16.0（原值 16.8）/18.1（原值 19.3）亿元，当前市值对应 PE 为 12/11/10X，维持“买入”评级。

3. 风险提示

地缘政治冲突、原材料价格上涨、竞争格局恶化等。

安徽合力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,381	13,702	16,693	18,615	营业总收入	17,471	18,195	20,058	22,260
货币资金及交易性金融资产	7,514	9,713	11,138	13,582	营业成本(含金融类)	13,869	14,174	15,689	17,473
经营性应收款项	2,394	1,579	2,765	2,061	税金及附加	111	110	100	111
存货	2,285	2,260	2,592	2,812	销售费用	707	919	1,003	1,068
合同资产	0	0	0	0	管理费用	453	498	522	534
其他流动资产	189	150	197	160	研发费用	892	981	1,083	1,202
非流动资产	4,517	4,378	4,234	4,085	财务费用	8	1	1	1
长期股权投资	453	453	453	453	加:其他收益	65	182	241	267
固定资产及使用权资产	2,185	2,046	1,902	1,753	投资净收益	97	87	130	156
在建工程	810	810	810	810	公允价值变动	79	0	0	0
无形资产	482	482	482	482	减值损失	(52)	(15)	(13)	(10)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	14	14	14	14	营业利润	1,622	1,766	2,018	2,283
其他非流动资产	573	573	573	573	营业外净收支	10	0	0	0
资产总计	16,898	18,080	20,927	22,701	利润总额	1,632	1,766	2,018	2,283
流动负债	4,813	4,442	5,513	5,278	减:所得税	217	212	242	274
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,120	1,120	1,120	1,120	净利润	1,416	1,554	1,776	2,009
经营性应付款项	3,016	2,589	3,615	3,295	减:少数股东损益	137	155	178	201
合同负债	293	425	439	489	归属母公司净利润	1,278	1,399	1,598	1,808
其他流动负债	384	307	338	374	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.43	1.57	1.79	2.03
非流动负债	3,823	3,823	3,823	3,823	EBIT	1,451	1,704	1,909	2,143
长期借款	1,508	1,508	1,508	1,508	EBITDA	1,741	1,943	2,153	2,392
应付债券	1,798	1,798	1,798	1,798	毛利率(%)	20.61	22.10	21.78	21.51
租赁负债	67	67	67	67	归母净利率(%)	7.32	7.69	7.97	8.12
其他非流动负债	450	450	450	450	收入增长率(%)	10.76	4.14	10.24	10.98
负债合计	8,636	8,265	9,336	9,101	归母净利润增长率(%)	40.89	9.42	14.27	13.14
归属母公司股东权益	7,758	9,156	10,754	12,563					
少数股东权益	504	659	837	1,038					
所有者权益合计	8,262	9,816	11,591	13,600					
负债和股东权益	16,898	18,080	20,927	22,701					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,458	2,265	1,448	2,441	每股净资产(元)	10.06	9.93	11.72	13.75
投资活动现金流	(1,820)	(13)	30	56	最新发行在外股份(百万股)	891	891	891	891
筹资活动现金流	(146)	(53)	(53)	(53)	ROIC(%)	10.32	11.08	11.06	11.04
现金净增加额	(514)	2,200	1,425	2,444	ROE-摊薄(%)	16.48	15.27	14.86	14.39
折旧和摊销	290	239	244	249	资产负债率(%)	51.11	45.71	44.61	40.09
资本开支	(669)	(100)	(100)	(100)	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.55	12.38	10.83	9.58
营运资本变动	(140)	492	(508)	276	P/B (现价)	1.93	1.96	1.66	1.41

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

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级:

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

行业投资评级:

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

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>