

股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	17.96
总股本/流通股本(亿股)	7.40 / 7.40
总市值/流通市值(亿元)	133 / 133
52 周内最高/最低价	20.55 / 8.62
资产负债率(%)	44.9%
市盈率	20.88
第一大股东	安徽叉车集团有限责任公司
持股比例(%)	38.9%

研究所

分析师: 刘卓
SAC 登记编号: S1340522110001
Email: liuzhuo@cnpsec.com
研究助理: 陈基赞
SAC 登记编号: S1340123010003
Email: chenjiyun@cnpsec.com

安徽合力(600761)

叉车景气度回升，锂电化+国际化加快

● 事件描述

公司发布 2022 年年报，全年实现营收 156.73 亿元，同增 1.66%；实现归母净利润 9.04 亿元，同增 42.62%；实现扣非归母净利润 7.47 亿元，同增 48.73%。

● 事件点评

2022 年业绩增速亮眼。2022 全年收入同增 1.66%，业绩同增 42.62%，增速远高于收入，核心原因为毛利率上行带动归母净利率同增 1.66pct 至 5.77%。分季度看，2022Q1-4 分别实现营收 39.5/40.8/39.2/37.2 亿元，同比增速分别为 13.7%/-8.7%/1.2%/3.5%；分别实现归母净利润 1.9/2.4/2.5/2.2 亿元，同比增速分别为 8.5%/19.1%/92.4%/76.8%。

锂电化+国际化+原材料价格下行促使毛利率同比增加，费用管控得当。公司 2022 全年毛利率同增 1.44pct 至 16.99%，核心原因包括：一类叉车（电动平衡重式叉车）替代四五类叉车（内燃平衡重式叉车）节奏加快；出口叉车占比提升；钢等原材料价格下行。期间费用率同减 0.07pct 至 9.9%，其中销售费用率同增 0.15pct 至 3.52%；管理费用率同增 0.14pct 至 2.72%；研发费用率同减 0.14pct 至 3.93%；财务费用率同减 0.23pct 至-0.27%。

经营性现金流略有增加，投资性现金流持续流出。全年公司经营性现金净流入 7.7 亿元，同比增 1.23 亿元；投资性现金净流出 12.8 亿元，同比多流出 0.72 亿元。收、付现比分别同增 7.58pct、9.87pct 至 86.81%、83.02%。

预计锂电化+国际化趋势仍将延续，盈利能力有望持续改善。公司的锂电专用车具有媲美燃油车的综合性能，适应复杂工况能力强，全生命周期综合成本低，超长质保等特点，形成了爆款系列产品。同时，公司打造欧洲、东南亚、北美、中东等四大海外中心，2022 年整机出口 6.38 万台，同比高增 70.42%。展望未来，我们预计锂电化+国际化趋势仍将延续，公司产品结构有望持续改善。此外，钢价有望企稳，可以进一步改善公司盈利能力。

产能持续扩张，有望进一步加大规模优势。公司拥有以合肥总部为中心，以宝鸡合力、衡阳合力、盘锦合力、宁波力达以及浙江加力为西部、南方、北方和东部整机生产基地，以合肥铸锻厂、蚌埠液力公司、安庆车桥公司等核心零部件体系为支撑的百亿产值布局。同时，公司正开展新能源电动仓储车辆、衡阳合力扩建及智能制造南方基地项目建设，可以进一步提升电动仓储系列产品生产能力；扩建以新能源电动叉车、全系列内燃叉车以及防爆叉车为主导的合力南方生产基地。

● 盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年,营业收入分别为 180.86/206.38/234.09 亿,同比增速分别为 15.39%/14.11%/13.43%;归母净利润分别为 10.05/11.95/14.09 亿元,同比增速分别为 11.19%/18.91%/17.88%。安徽合力对标同行业可比公司未来两年的估值来看,处于较低水平,公司 2023-2024 年业绩对应 PE 分别为 13.22/11.12 倍,首次覆盖,给予“增持”评级。

● 风险提示

锂电化趋势不及预期;国际化趋势不及预期;盈利预测与估值不及预期

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15673	18086	20638	23409
增长率(%)	1.66	15.39	14.11	13.43
EBITDA(百万元)	1255	1574	1832	2120
归属母公司净利润(百万元)	904	1005	1195	1409
增长率(%)	42.62	11.19	18.91	17.88
EPS(元/股)	1.22	1.36	1.62	1.90
市盈率(P/E)	14.70	13.22	11.12	9.43
市净率(P/B)	1.96	1.79	1.61	1.44
EV/EBITDA	8.28	8.73	7.44	6.26

资料来源:公司公告,中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	15673	18086	20638	23409	营业收入	1.7%	15.4%	14.1%	13.4%
营业成本	13010	14879	16943	19176	营业利润	30.7%	14.3%	18.9%	18.1%
税金及附加	93	109	124	140	归属于母公司净利润	42.6%	11.2%	18.9%	17.9%
销售费用	552	624	702	784	获利能力				
管理费用	426	488	553	620	毛利率	17.0%	17.7%	17.9%	18.1%
研发费用	616	723	826	936	净利率	5.8%	5.6%	5.8%	6.0%
财务费用	-43	59	53	49	ROE	13.3%	13.5%	14.5%	15.3%
资产减值损失	-18	-8	-10	-12	ROIC	7.6%	9.4%	10.5%	11.4%
营业利润	1146	1310	1558	1840	偿债能力				
营业外收入	20	23	23	23	资产负债率	50.1%	48.9%	47.0%	45.3%
营业外支出	2	3	3	3	流动比率	2.82	2.63	2.61	2.60
利润总额	1165	1330	1578	1860	营运能力				
所得税	139	168	196	231	应收账款周转率	11.50	11.45	11.66	11.66
净利润	1025	1162	1382	1629	存货周转率	7.60	7.97	8.00	8.02
归母净利润	904	1005	1195	1409	总资产周转率	1.19	1.17	1.23	1.29
每股收益(元)	1.22	1.36	1.62	1.90	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.22	1.36	1.62	1.90
货币资金	3472	3468	3417	3641	每股净资产	9.15	10.06	11.18	12.48
交易性金融资产	3341	3841	4341	4841	估值比率				
应收票据及应收账款	1526	1646	1907	2120	PE	14.70	13.22	11.12	9.43
预付款项	179	208	237	268	PB	1.96	1.79	1.61	1.44
存货	2097	2441	2718	3119	现金流量表				
流动资产合计	10963	11993	13055	14468	净利润	1025	1162	1382	1629
固定资产	2071	2216	2338	2437	折旧和摊销	255	264	281	299
在建工程	271	241	218	201	营运资本变动	-421	140	-162	-132
无形资产	495	585	675	765	其他	-90	27	17	3
非流动资产合计	3811	4077	4326	4557	经营活动现金流净额	770	1593	1518	1799
资产总计	14774	16070	17381	19025	资本开支	-674	-458	-458	-458
短期借款	502	482	462	442	其他	-601	-476	-466	-452
应付票据及应付账款	2479	3060	3435	3916	投资活动现金流净额	-1275	-934	-924	-910
其他流动负债	904	1011	1104	1203	股权融资	2043	0	0	0
流动负债合计	3885	4553	5001	5561	债务融资	774	-220	-170	-120
其他	3509	3309	3159	3059	其他	-437	-444	-475	-545
非流动负债合计	3509	3309	3159	3059	筹资活动现金流净额	2380	-664	-645	-665
负债合计	7394	7862	8161	8620	现金及现金等价物净增加额	1872	-4	-51	224
股本	740	740	740	740					
资本公积金	315	315	315	315					
未分配利润	4594	5116	5762	6515					
少数股东权益	605	762	949	1168					
其他	1124	1275	1454	1666					
所有者权益合计	7379	8208	9220	10405					
负债和所有者权益总计	14774	16070	17381	19025					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048