

2023年10月24日

2023年三季报点评：Q3归母净利润同比增长28%符合预期，盈利能力维持高位

买入（维持）

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 15,673 | 18,278 | 20,726 | 23,464 |
| 同比 | 2% | 17% | 13% | 13% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 904 | 1,281 | 1,531 | 1,876 |
| 同比 | 43% | 42% | 20% | 23% |
| 每股收益-最新股本摊薄(元/股) | 1.22 | 1.73 | 2.07 | 2.53 |
| P/E(现价&最新股本摊薄) | 14.26 | 10.06 | 8.42 | 6.87 |

关键词：#出口导向 #业绩符合预期

事件：公司披露2023年三季报，业绩符合预期。

投资要点

■ Q3归母净利润同比增长29%，符合市场预期

公司2023年前三季度实现营业总收入131.3亿元，同比增长9.2%，归母净利润9.9亿元，同比增长43.4%。单Q3实现营业总收入45.2亿元，同比增长12.8%，归母净利润3.3亿元，同比增长28.1%，业绩符合预期。我们判断公司业绩增长主要系(1)内销复苏、海外景气度延续，2023年前三季度叉车行业销量同比增长8%，(2)原材料价格、汇率同比变动利好净利率，(3)公司业务结构优化，海外营收占比提升，高毛利率的电动叉车占比提升。展望2023年Q4，我们认为行业仍有望保持两位数增长：1)内销：去年基数较低，且当前国内制造业、仓储物流业需求环比继续改善。9月物流业景气指数/仓储业指数分别为53.5%/53.5%，环比提升3.2/1.5pct，均处于扩张区间且回升明显。2)出口：北美制造业回流为长期趋势，低汇率和海运费影响仍存。

■ 盈利能力维持高位，持续受益业务结构优化和原材料价格下降

2023年前三季度公司盈利能力有所提升：销售毛利率20.2%，同比提升3.6pct，销售净利率8.4%，同比提升1.9pct。单Q3公司销售毛利率21.2%，同比提升3.6pct，环比提升0.1pct，销售净利率8.1%，同比提升0.6pct，环比下降1.9pct。公司毛利率同环比提升，主要系高毛利率锂电产品及海外收入占比提升，净利率环比略有下降，我们判断系Q3集中计提奖金。2023年前三季度期间费用率10.91%，同比提升1.22pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为3.50%/2.47%/4.96%/-0.02%，同比分别变动+0.24/-0.04/+0.56/+0.46pct，公司费控能力总体保持稳定。

■ 收购和鼎机电整合产业链资源，综合竞争实力进一步增强

2023年9月，公司完成以现金方式收购和安机电（合力控股股东安徽叉车集团的全资子公司）持有的和鼎机电59.9966%股权。和鼎机电为业内领先的工业车辆电池PACK制造商，是安徽省新能源叉车创新中心、安徽省创新型中小企业，为合力新能源动力电池主要供应商之一，截至8月末和鼎机电锂电池系统产能电量约0.55GWh。公司收购和鼎机电有利于进一步整合产业链资源，强化电动化转型成效。

■ 锂电化、全球化和后市场逻辑不变，看好叉车龙头成长性

我们看好公司中长期成长性：(1)叉车锂电化仍有空间，2023上半年我国叉车行业平衡车电动化率约27%，仍低于海外43%水平，提升空间较大。锂电叉车价格约为燃油车价格2倍，毛利率高于燃油车2-3pct，公司锂电化转型领先行业，将持续受益。(2)2022年海外叉车市场约1100亿元，国产叉车具备性价比、交期、锂电产业链三大优势，有望弯道超车。(3)海外龙头厂商后市场服务与租赁收入占比约40%，并贡献70%以上毛利。国内叉车厂以设备销售为主，后市场与租赁业务占比仍然较低。随设备保有量提升，远期看后市场业务拓展有望为公司带来业绩增量。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司2023-2025年归母净利润为12.8/15.3/18.8亿元，当前市值对应PE为10/8/7倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：行业竞争格局恶化；原材料价格波动；地缘政治冲突风险。

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书：S0600522090004

luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书：S0600122080061

weiyj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 16.54 |
| 一年最低/最高价 | 12.73/22.92 |
| 市净率(倍) | 1.71 |
| 流通A股市值(百万元) | 12,242.97 |
| 总市值(百万元) | 12,242.97 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 9.66 |
| 资产负债率(% ,LF) | 52.32 |
| 总股本(百万股) | 740.20 |
| 流通A股(百万股) | 740.20 |

相关研究

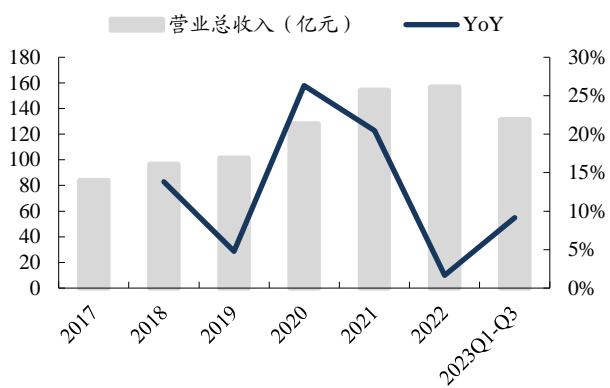
《安徽合力(600761):安徽合力：年报收入符合预期，盈利受原材料涨价拖累》

2018-03-20

《安徽合力(600761):安徽合力：叉车销量增长，受益于工业企业景气度向好》

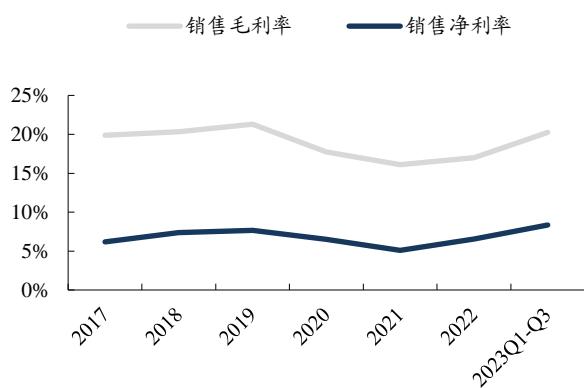
2017-03-20

图1：2023年前三季度公司实现营业总收入131.3亿元，同比增长9.2%



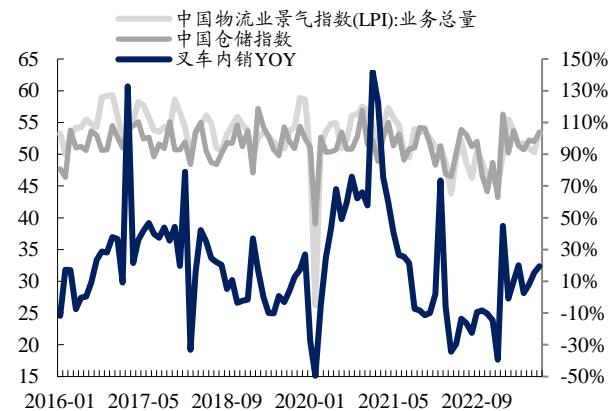
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图3：2023年前三季度公司销售毛利率/净利润率为20.2%/8.4%，同比提升3.6/1.9pct



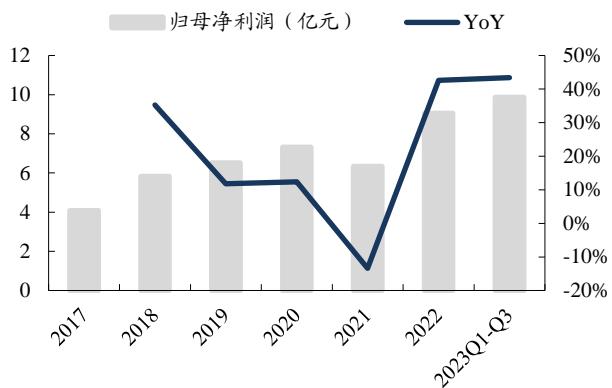
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图5：9月我国物流业景气指数/仓储业指数分别为53.5%/53.5%，环比提升3.2/1.5pct



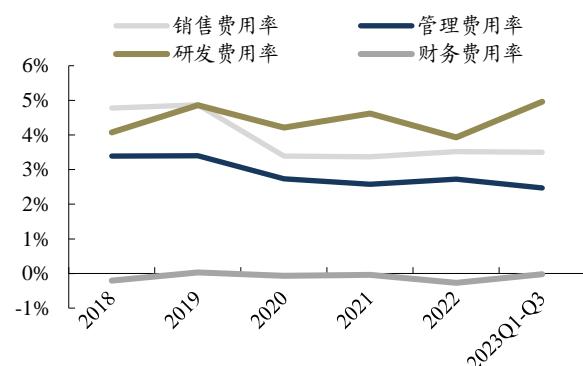
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图2：2023年前三季度公司实现归母净利润9.9亿元，同比增长43.4%



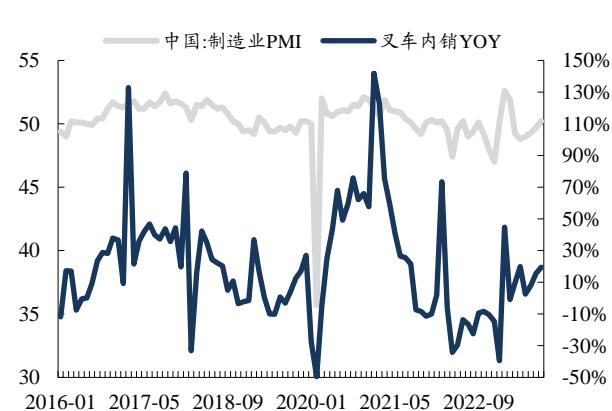
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图4：2023年前三季度公司期间费用率为10.91%，同比提升1.22pct



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图6：9月我国制造业PMI为50.2，环比提升0.5pct



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

安徽合力三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|
| | 流动资产 | 10,963 | 13,530 | 15,430 | | 营业收入 | 15,673 | 18,278 | 20,726 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 6,813 | 8,857 | 10,261 | 12,731 | 营业成本(含金融类) | 13,010 | 14,790 | 16,736 | 18,815 |
| 经营性应收款项 | 1,921 | 2,306 | 2,547 | 2,954 | 税金及附加 | 93 | 114 | 130 | 147 |
| 存货 | 2,097 | 2,249 | 2,479 | 2,837 | 销售费用 | 552 | 640 | 705 | 798 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 426 | 457 | 518 | 587 |
| 其他流动资产 | 133 | 118 | 143 | 129 | 研发费用 | 616 | 731 | 788 | 845 |
| 非流动资产 | 3,811 | 3,681 | 3,545 | 3,405 | 财务费用 | (43) | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 403 | 403 | 403 | 403 | 加:其他收益 | 48 | 48 | 55 | 62 |
| 固定资产及使用权资产 | 2,174 | 2,044 | 1,909 | 1,769 | 投资净收益 | 73 | 76 | 86 | 98 |
| 在建工程 | 271 | 271 | 271 | 271 | 公允价值变动 | 41 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 495 | 495 | 495 | 495 | 减值损失 | (34) | (15) | (13) | (10) |
| 商誉 | 56 | 56 | 56 | 56 | 资产处置收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 15 | 15 | 15 | 15 | 营业利润 | 1,146 | 1,655 | 1,978 | 2,423 |
| 其他非流动资产 | 397 | 397 | 397 | 397 | 营业外净收支 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 14,774 | 17,211 | 18,976 | 22,057 | 利润总额 | 1,165 | 1,655 | 1,978 | 2,423 |
| 流动负债 | 3,885 | 4,866 | 4,891 | 5,841 | 减:所得税 | 139 | 199 | 238 | 291 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 837 | 837 | 837 | 837 | 净利润 | 1,025 | 1,456 | 1,740 | 2,132 |
| 经营性应付款项 | 2,479 | 3,275 | 3,235 | 4,083 | 减:少数股东损益 | 121 | 175 | 209 | 256 |
| 合同负债 | 241 | 444 | 469 | 527 | 归属母公司净利润 | 904 | 1,281 | 1,531 | 1,876 |
| 其他流动负债 | 328 | 311 | 350 | 394 | | | | | |
| 非流动负债 | 3,509 | 3,509 | 3,509 | 3,509 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.22 | 1.73 | 2.07 | 2.53 |
| 长期借款 | 1,500 | 1,500 | 1,500 | 1,500 | | | | | |
| 应付债券 | 1,732 | 1,732 | 1,732 | 1,732 | EBIT | 1,000 | 1,604 | 1,913 | 2,341 |
| 租赁负债 | 66 | 66 | 66 | 66 | EBITDA | 1,255 | 1,834 | 2,148 | 2,581 |
| 其他非流动负债 | 212 | 212 | 212 | 212 | | | | | |
| 负债合计 | 7,394 | 8,376 | 8,401 | 9,350 | 毛利率(%) | 16.99 | 19.08 | 19.25 | 19.81 |
| 归属母公司股东权益 | 6,774 | 8,055 | 9,587 | 11,463 | 归母净利率(%) | 5.77 | 7.01 | 7.39 | 7.99 |
| 少数股东权益 | 605 | 780 | 989 | 1,244 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 7,379 | 8,835 | 10,575 | 12,707 | 收入增长率(%) | 1.66 | 16.62 | 13.39 | 13.21 |
| 负债和股东权益 | 14,774 | 17,211 | 18,976 | 22,057 | 归母净利润增长率(%) | 42.62 | 41.70 | 19.52 | 22.51 |

| 现金流量表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 重要财务与估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|-------|-------|-------|----------------|----------|-------|-------|-------|
| | 经营活动现金流 | 770 | 2,119 | 1,468 | | 每股净资产(元) | 8.73 | 10.46 | 12.53 |
| 投资活动现金流 | (1,275) | (24) | (14) | (2) | 最新发行在外股份(百万股) | 740 | 740 | 740 | 740 |
| 筹资活动现金流 | 2,380 | (50) | (50) | (50) | ROIC(%) | 9.01 | 11.53 | 12.16 | 13.05 |
| 现金净增加额 | 1,872 | 2,045 | 1,404 | 2,470 | ROE-摊薄(%) | 13.35 | 15.90 | 15.97 | 16.37 |
| 折旧和摊销 | 255 | 230 | 235 | 240 | 资产负债率(%) | 50.05 | 48.67 | 44.27 | 42.39 |
| 资本开支 | (674) | (100) | (100) | (100) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 14.26 | 10.06 | 8.42 | 6.87 |
| 营运资本变动 | (421) | 444 | (484) | 188 | P/B(现价) | 2.00 | 1.67 | 1.39 | 1.16 |

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提供。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）），具体如下：

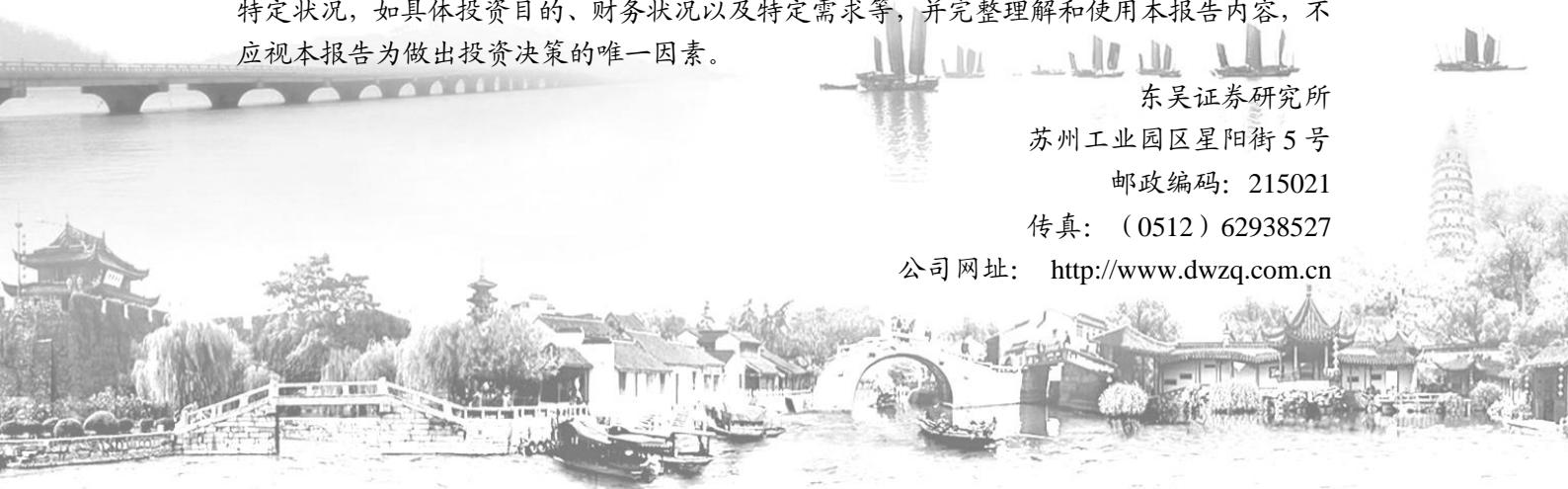
公司投资评级：

- 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>