

锂电化持续，Q3 净利润同比+28.1%

2023 年 10 月 25 日

► **事件：**公司发布 23 年三季报，Q1-Q3 实现营收 131.3 亿元，yoy+9.2%；实现归母净利润 9.9 亿元，yoy+43.4%，毛利率 20.24%，yoy+3.63pct，净利率 8.35%，yoy+1.87pct。其中，2023Q3 实现营收 45.19 亿元，同比增长 12.8%，环比增长 1.3%；实现归母净利润 3.3 亿元，同比增长 28.1%，环比减少 16.7%，毛利率 21.16%，yoy+3.60pct，净利率 8.09%，yoy+0.56pct。

► **加大研发投入，公司 Q3 净利润环比略微下滑。**2023Q3 收入同比增速达 12.8%，增速环比持续加速，毛利率达 21.16%，同环比均呈现快速提升趋势，与产品结构优化及出口占比提升有关。23Q3 公司净利润环比下降 16.7%，增收不增利，主要系公司在行业上行周期中加大了研发力度，23Q3 研发费用为 2.4 亿元，环比增加 0.38 亿元。此外，公司今年营收高增带来绩效支出提高，公司于三季度进行绩效计提结算（23Q3 管理费用 1.29 亿元，环比增加 0.32 亿元；销售费用 1.78 亿元，环比+0.25 亿元）也是 23Q3 净利润端增速略微放缓的原因。预计 23Q4 随着期间费用率回落，公司盈利性将有所恢复。

► **预计 23 年 Q4 及 24 年国内叉车销量同比提升，出口整体保持稳健。**2023 年 Q1-Q3 我国叉车销量同比增长 8.44%，其中国内增长 8.80%（2023H1 增长 6.35%，2023Q3 增长 14.38%），出口增长 7.73%（2023H1 增长 4.74%，2023Q3 增长 13.65%），预计随着国内经济恢复，23 年 Q4 及 24 年国内增速将有所提升；而出口近几年持续保持快速增长，从去年下半年开始增速趋于降速，一方面基数效应，另一方面海外强劲补库需求可能告一段落，但我国锂电叉车竞争优势继续存在，预计后续出口将保持稳健增长。

► **我国叉车海外份额仍低，锂电化加速全球化。**①**全球叉车由日德美主导，国内龙头全球份额仍低。**参考美国 MMH 杂志数据，全球叉车巨头主要包括丰田/凯傲/永恒力/三菱/科朗/海耶斯-耶鲁，安徽合力和杭叉集团 2021 年排在全球第 7/8 名，2021 年销售额约 24/22.7 亿美元，仅为丰田的约 15%，凯傲的 32%，永恒力的 43%。从 2017-2021 年收入复合增速来看，国内安徽合力/杭叉集团/浙江中力分别为 15.5%/20.5%/28.9%，增速远好于海外巨头，一方面中国需求好，另一方面叉车在锂电产业的加持下，近几年国内出口强势。②**锂电产业&交期优势，国产叉车走向全球。**参考 Interact Analysis 预测，2021 年全球锂电叉车出货量占比 20%出头，后续比例将持续提升，预计到 2028 年全球锂电叉车出货量占比将达到 50%左右，在锂电化叠加交期优势的情况下，国内叉车龙头有望加速走向全球。

► **投资建议：**考虑到国内叉车行业回暖，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别是 12.47/14.96/17.67 亿元，对应估值 10x/8x/7x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**海外需求下滑导致出口下滑风险，国内经济复苏低于预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	15,673	17,212	20,648	23,727
增长率 (%)	1.7	9.8	20.0	14.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	904	1,247	1,496	1,767
增长率 (%)	42.6	37.9	20.0	18.1
每股收益 (元)	1.22	1.68	2.02	2.39
PE	14	10	8	7
PB	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

16.60 元


分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师 罗松

执业证书：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

1.安徽合力 (600761.SH) 2023 年中报点评：出口发力+电动化，盈利性持续提升-2023/08/13

2.安徽合力 (600761.SH) 2022 年报点评：出口发力+电动化，公司盈利性提升明显-2023/04/02

3.安徽合力 (600761.SH) 深度报告：国内需求企稳，海外锂电加速-2023/03/08

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15,673	17,212	20,648	23,727
营业成本	13,010	14,028	16,766	19,219
营业税金及附加	93	86	103	119
销售费用	552	568	681	783
管理费用	426	448	516	593
研发费用	616	757	909	1,044
EBIT	1,000	1,409	1,752	2,061
财务费用	-43	-24	22	18
资产减值损失	-18	-2	-3	-3
投资收益	73	103	124	142
营业利润	1,146	1,535	1,853	2,184
营业外收支	18	22	26	35
利润总额	1,165	1,557	1,879	2,219
所得税	139	187	235	277
净利润	1,025	1,371	1,644	1,941
归属于母公司净利润	904	1,247	1,496	1,767
EBITDA	1,255	1,692	2,094	2,460

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,472	3,964	4,273	5,048
应收账款及票据	1,526	1,926	2,582	2,967
预付款项	179	193	231	265
存货	2,097	2,259	2,700	3,095
其他流动资产	3,689	3,697	3,754	3,805
流动资产合计	10,963	12,038	13,541	15,181
长期股权投资	403	506	630	772
固定资产	2,071	2,450	2,692	2,936
无形资产	495	495	495	495
非流动资产合计	3,811	4,418	4,783	5,168
资产合计	14,774	16,457	18,324	20,348
短期借款	502	502	502	502
应付账款及票据	2,479	2,673	3,194	3,662
其他流动负债	904	627	737	843
流动负债合计	3,885	3,802	4,434	5,007
长期借款	1,500	2,047	2,047	2,047
其他长期负债	2,009	2,145	2,145	2,145
非流动负债合计	3,509	4,192	4,192	4,192
负债合计	7,394	7,994	8,625	9,198
股本	740	740	740	740
少数股东权益	605	728	876	1,051
股东权益合计	7,379	8,463	9,699	11,150
负债和股东权益合计	14,774	16,457	18,324	20,348

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.66	9.82	19.97	14.91
EBIT 增长率	24.93	40.96	24.35	17.62
净利润增长率	42.62	37.94	19.97	18.08
盈利能力 (%)				
毛利率	16.99	18.50	18.80	19.00
净利率	5.77	7.25	7.25	7.45
总资产收益率 ROA	6.12	7.58	8.17	8.68
净资产收益率 ROE	13.35	16.12	16.96	17.49
偿债能力				
流动比率	2.82	3.17	3.05	3.03
速动比率	2.21	2.50	2.38	2.35
现金比率	0.89	1.04	0.96	1.01
资产负债率 (%)	50.05	48.57	47.07	45.20
经营效率				
应收账款周转天数	35.39	40.00	45.00	45.00
存货周转天数	58.84	58.84	58.84	58.84
总资产周转率	1.19	1.10	1.19	1.23
每股指标 (元)				
每股收益	1.22	1.68	2.02	2.39
每股净资产	9.15	10.45	11.92	13.64
每股经营现金流	1.04	1.72	1.88	2.67
每股股利	0.40	0.55	0.66	0.78
估值分析				
PE	14	10	8	7
PB	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.85	8.05	6.50	5.53
股息收益率 (%)	2.41	3.32	3.99	4.71

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,025	1,371	1,644	1,941
折旧和摊销	255	283	342	400
营运资金变动	-421	-310	-528	-263
经营活动现金流	770	1,272	1,391	1,979
资本开支	-674	-613	-530	-579
投资	-720	0	0	0
投资活动现金流	-1,275	-715	-530	-579
股权募资	2,043	0	0	0
债务募资	774	286	-8	0
筹资活动现金流	2,380	-65	-552	-625
现金净流量	1,872	492	309	775

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026