

➤ **事件。**公司发布 2023 年年报,2023 年实现营收 174.71 亿元,yoy+10.76%,归母净利润 12.78 亿元, yoy+40.89%, 毛利率 20.61%, yoy+3.62pct, 净利率 8.1%, yoy+1.56pct; 2023Q4 实现营收 43.38 亿元, yoy+16.49%, 归母净利润 2.91 亿元, yoy+33.45%, 毛利率 21.74%, yoy+3.51pct, 净利率 7.37%, yoy+0.62pct。

➤ **出口发力+电动化, 公司盈利性提升明显。**2023 年收入同比增 10.76%, 毛利率 20.61%, 同比提升 3.62pct; 2023Q4 收入同比增 16.5%, 增速环比加速, 毛利率达 21.74%, 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。2023 年, 公司海外营收 61.1 亿元, yoy+31.9%, 国内营收 111.9 亿元, yoy+2.5%; 海外毛利率 24.2%, yoy+4.85pct, 国内毛利率 18.3%, yoy+2.72pct; 海外营收占总收入比例达 35.0%。从公司的产品结构看, 2023 年, 公司销售叉车 29.1 万台, 同比增 11.6%, 其中 I 类车销售 3.6 万台, yoy+29.3%, II 类车销售 0.5 万台, yoy+100.1%, 电动化高价值量的 I&II 类车销量好于公司整体销量增速, 带动公司毛利率提升。此外, 公司也受益有利的原材料、汇率等。

➤ **公司占国内份额 24.8%, 其中 I 和 II 类车份额继续提升。**2023 年, 我国叉车行业实现销量 117.38 万台, 同比增 12.00%。其中国内市场 76.84 万台, 同比增 11.94%; 实现出口 40.54 万台, 同比增 12.13%。从车型结构来看, 电动平衡重乘驾式叉车 (I 类车) 实现销量 17.08 万台, 同比增长 29.25%; 电动乘驾式仓储叉车 (II 类车) 实现销量 2.40 万台, 同比增长 36.08%; 电动步行式仓储叉车 (III 类车) 实现销量 60.19 万台, 同比增长 14.63%; 内燃平衡重式叉车 (IV + V 类车) 实现销量 37.72 万台, 同比增长 1.07%。2023 年, 公司销售 29.1 万台, 占我国叉车行业销量 24.8%, 其中 I 类占 21.1%, 同比提升 0.1pct, II 类占比 20.0%, 同比提升 6.4pct。

➤ **零部件、后市场及智能物流业务持续增长。**公司零部件主要包含变速箱、转向桥、油缸、变矩器、高端铸件、属具以及电机、电控、电池等产品, 可广泛应用于电动、内燃系列叉车的配套和后市场业务, 2023 年, 零部件外部营业收入同比增长 30%。2023 年, 公司后市场业务板块营业收入同比增长 13%。2023 年, 公司推进智能化技术产品培育, 发布基于无人驾驶形态的 I 系列智能工业车辆, 形成 8 大类、22 个品种、超 100 种型号的智能物流系列产品矩阵, 形成围绕智慧工厂建设的集成解决方案, 全年智能物流业务营业收入同比增长 42%。

➤ **投资建议:** 考虑到公司叉车领域的龙头地位, 预计公司 2024-2026 年归母利润分别是 15.61/18.47/22.32 亿元, 对应估值 11x/9x/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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	17,471	20,067	23,052	26,486
增长率 (%)	10.8	14.9	14.9	14.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,278	1,561	1,847	2,232
增长率 (%)	40.9	22.1	18.3	20.9
每股收益 (元)	1.68	2.05	2.42	2.93
PE	13	11	9	7
PB	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 10 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格:
21.55 元

分析师 李哲

执业证书: S0100521110006

邮箱: lizhe_yj@mszq.com

分析师 罗松

执业证书: S0100521110010

邮箱: luosong@mszq.com

相关研究

1. 安徽合力 (600761.SH) 2023 年三季报点评: 锂电化持续, Q3 净利润同比+28.1%-2023/10/25

2. 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

3. 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

4. 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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	17,471	20,067	23,052	26,486
营业成本	13,869	15,752	18,027	20,580
营业税金及附加	111	127	146	168
销售费用	707	812	933	1,072
管理费用	453	520	598	687
研发费用	892	1,024	1,176	1,352
EBIT	1,451	1,883	2,229	2,693
财务费用	8	13	13	11
资产减值损失	-22	-13	-15	-17
投资收益	97	112	128	147
营业利润	1,622	1,971	2,333	2,816
营业外收支	10	22	26	35
利润总额	1,632	1,993	2,359	2,851
所得税	217	265	313	378
净利润	1,416	1,729	2,046	2,473
归属于母公司净利润	1,278	1,561	1,847	2,232
EBITDA	1,741	2,210	2,619	3,139

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,833	3,689	3,795	5,034
应收账款及票据	2,058	2,191	2,829	3,251
预付款项	85	97	111	126
存货	2,285	2,582	2,955	3,373
其他流动资产	5,120	5,166	5,219	5,281
流动资产合计	12,381	13,724	14,909	17,066
长期股权投资	453	565	693	840
固定资产	2,077	2,437	2,678	2,918
无形资产	482	482	482	482
非流动资产合计	4,517	4,981	5,347	5,738
资产合计	16,898	18,706	20,256	22,804
短期借款	530	530	530	530
应付账款及票据	3,016	3,426	3,920	4,475
其他流动负债	1,267	1,358	877	1,000
流动负债合计	4,813	5,314	5,328	6,006
长期借款	1,508	1,508	1,508	1,508
其他长期负债	2,315	2,311	2,311	2,311
非流动负债合计	3,823	3,819	3,819	3,819
负债合计	8,636	9,132	9,146	9,824
股本	740	763	763	763
少数股东权益	504	672	870	1,111
股东权益合计	8,262	9,573	11,110	12,979
负债和股东权益合计	16,898	18,706	20,256	22,804

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.76	14.86	14.88	14.90
EBIT 增长率	44.51	29.71	18.39	20.84
净利润增长率	40.89	22.11	18.35	20.87
盈利能力 (%)				
毛利率	20.61	21.50	21.80	22.30
净利润率	7.32	7.78	8.01	8.43
总资产收益率 ROA	7.56	8.34	9.12	9.79
净资产收益率 ROE	16.48	17.53	18.04	18.81
偿债能力				
流动比率	2.57	2.58	2.80	2.84
速动比率	2.05	2.05	2.20	2.24
现金比率	0.59	0.69	0.71	0.84
资产负债率 (%)	51.11	48.82	45.15	43.08
经营效率				
应收账款周转天数	42.74	40.00	45.00	45.00
存货周转天数	60.13	60.13	60.13	60.13
总资产周转率	1.10	1.13	1.18	1.23
每股指标 (元)				
每股收益	1.68	2.05	2.42	2.93
每股净资产	10.17	11.67	13.42	15.56
每股经营现金流	1.91	2.65	2.48	3.38
每股股利	0.60	0.67	0.79	0.95
估值分析				
PE	13	11	9	7
PB	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.40	8.19	6.91	5.77
股息收益率 (%)	2.78	3.10	3.67	4.43
现金流量表 (百万元)				
净利润	1,416	1,729	2,046	2,473
折旧和摊销	290	327	390	446
营运资金变动	-140	-22	-518	-288
经营活动现金流	1,458	2,019	1,890	2,581
资本开支	-669	-623	-562	-615
投资	-1,321	0	0	0
投资活动现金流	-1,820	-623	-562	-615
股权募资	0	0	0	0
债务募资	260	0	-590	0
筹资活动现金流	-146	-540	-1,222	-726
现金净流量	-514	856	106	1,240

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受到任何形式的补偿。

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。	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