

安徽合力 (600761.SH)

2023 年报点评：电动化趋势明显，海外业务占比提升

买入

核心观点

2023 年收入同比增长 10.76%，归母净利润同比增长 40.89%。公司 2023 年实现营收 174.71 亿元，同比增长 10.76%；归母净利润 12.78 亿元，同比增长 40.89%。单季度看，2023 年第四季度实现营收 43.38 亿元，同比增长 15.92%；归母净利润 2.91 亿元，同比增长 32.97%。2023 年公司毛利率/净利率分别为 20.61%/8.10%，同比变动+3.62/+1.56pct；单季度看，2023 年第四季度毛利率/净利率分别为 21.74%/7.37%，同比变动+3.51/+0.62 个 pct。费用端，2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.05%/2.59%/5.10%/0.05%，同比变动+0.52/-0.13/+1.17/+0.32 个 pct。

电动化、海外收入占比增加提升公司盈利能力。分区域看，国内/国外市场营收分别为 111.93/61.13 亿元，同比增长 1.61%/+31.97%，毛利率分别为 18.27%/24.19%，同比变动+2.50/+4.84 个 pct，公司海外收入占比 34.99%，同比增长 5.43 个 pct，其中整机出口同比增长 21%，高毛利海外业务占比持续提升。**从销量看**，公司实现整机销量 29.2 万台，同比增长 11.93%；**从产品结构看**，公司电动叉车销量占比达 57%，同比增长 6 个 pct，电动化趋势显著。零部件外部营收同比增长 30%、后市场业务同比增长 13%、智能物流营收同比增长 42%。

产业链规模化明显，渠道布局完善。产业链方面，公司拥有合肥、宝鸡、衡阳、盘锦、宁波、湖州等整机生产基地，同时向上下游进行拓展，设立了合肥铸锻厂、六安铸造、蚌埠液力、安庆车桥等核心零部件生产基地，规模化优势明显。**渠道方面**，公司拥有 25 家国内省级营销机构、近 500 家二、三级营销服务网络，2023 年省级营销公司服务型业务收入同比增长 15%；海外方面，2023 年公司完成南美、大洋洲公司设立，目前形成了欧洲、东南亚、北美、中东、欧亚、澳洲、南美等七大海外中心，拥有 300 多家代理机构。

风险提示：宏观经济波动风险；行业竞争加剧；新技术与产品开发风险；原材料价格波动；国际市场发生不利变化。

投资建议：全球叉车行业呈现电动化、锂电化趋势，受益国内锂电产业链优势，国内叉车企业海外市场份额持续增加。公司系国内叉车行业龙头，充分受益叉车出口，业绩有望持续增长。我们上调 2024-2025 年盈利预测并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 15.32/18.08/21.38 亿元（2024-2025 年原值为 14.40/17.40 亿元），对应 PE 11/9/8 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,673	17,471	20,049	22,609	25,098
(+/-%)	1.7%	11.5%	14.8%	12.8%	11.0%
净利润(百万元)	904	1278	1532	1808	2138
(+/-%)	42.6%	41.4%	19.9%	18.0%	18.2%
每股收益(元)	1.22	1.73	2.01	2.37	2.80
EBIT Margin	6.2%	8.2%	9.2%	9.6%	10.3%
净资产收益率 (ROE)	13.3%	16.5%	17.9%	18.9%	19.8%
市盈率 (PE)	17.5	12.4	10.7	9.0	7.6
EV/EBITDA	19.4	14.5	12.0	10.3	9.1
市净率 (PB)	2.34	2.04	1.91	1.71	1.51

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·工程机械

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：年亚颂

0755-81981159

nianyasong@guosen.com.cn

S0980523100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	21.39 元
总市值/流通市值	16320/16320 百万元
52 周最高价/最低价	22.92/15.29 元
近 3 个月日均成交额	175.53 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《安徽合力 (600761.SH) - 出口高增叠加电动化趋势显著，公司盈利能力持续提升》——2023-08-15

《安徽合力 (600761.SH) - 2022 年报点评：国内叉车领军企业，电动化+国际化加速发展》——2023-04-04

图1: 安徽合力 2023 年营收同比+10.76%



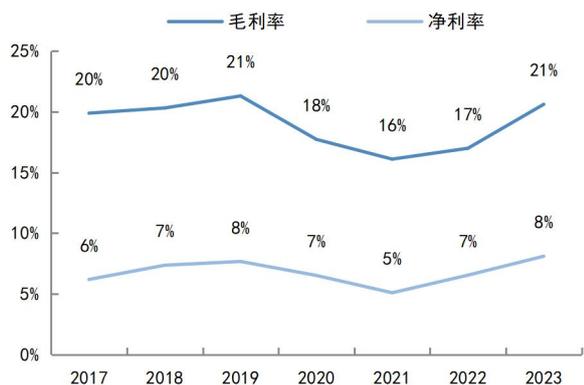
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 安徽合力 2023 年归母净利润同比+40.89%



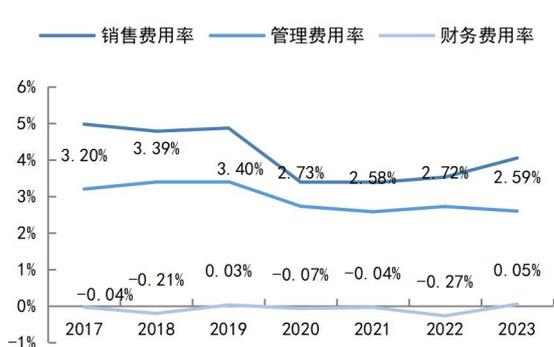
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 安徽合力盈利能力持续提升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 安徽合力期间费用管控良好



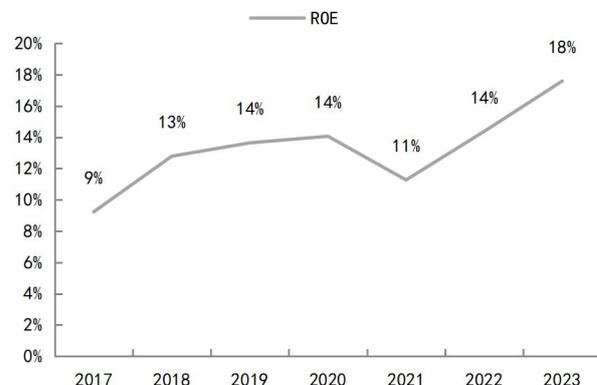
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 安徽合力研发费用维持高位



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 安徽合力 ROE 上升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

证券简称	投资评级	收盘价 (20240409)	总市值(亿元) (20240409)	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
杭叉集团	买入	28.64	267.95	1.14	1.70	2.10	2.51	25.12	16.85	13.64	11.41
浙江鼎力	未评级	61.11	309.43	2.48	3.40	4.02	4.76	24.64	17.99	15.18	12.84
诺力股份	未评级	19.81	51.03	1.51	1.93	2.31	2.94	13.12	10.28	8.56	6.75
							平均值	20.96	15.04	12.46	10.33
安徽合力	买入	21.39	163.20	1.22	1.73	2.01	2.37	17.51	12.39	10.65	9.03

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注: 未评级公司系 Wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3472	2833	3275	3852	5247	营业收入	15673	17471	20049	22609	25098
应收款项	1572	2119	2019	2429	2756	营业成本	13010	13869	15777	17639	19426
存货净额	2097	2285	2539	2858	3153	营业税金及附加	93	111	121	138	155
其他流动资产	481	464	549	638	687	销售费用	552	707	802	904	1004
流动资产合计	10963	12381	13062	14457	16523	管理费用	426	453	511	607	672
固定资产	2341	2887	3306	3694	4038	研发费用	616	892	1002	1142	1267
无形资产及其他	495	482	464	446	426	财务费用	(43)	8	(18)	(39)	(64)
投资性房地产	571	695	695	695	695	投资收益	73	97	72	81	83
长期股权投资	403	453	508	576	634	资产减值及公允价值变动	23	58	58	46	54
资产总计	14774	16898	18035	19868	22316	其他收入	(583)	(854)	(1002)	(1142)	(1267)
短期借款及交易性金融负债	837	1120	1069	1009	1066	营业利润	1146	1622	1984	2344	2774
应付款项	2479	3016	3765	4275	5043	营业外净收支	18	10	17	17	17
其他流动负债	570	677	704	809	903	利润总额	1165	1632	2001	2361	2791
流动负债合计	3885	4813	5537	6093	7011	所得税费用	139	217	300	354	419
长期借款及应付债券	3232	3306	2706	2706	2706	少数股东损益	121	137	169	199	235
其他长期负债	277	517	642	779	946	归属于母公司净利润	904	1278	1532	1808	2138
长期负债合计	3509	3823	3348	3485	3652	现金流量表 (百万元)					
负债合计	7394	8636	8885	9578	10663	净利润	904	1278	1532	1808	2138
少数股东权益	605	504	596	718	859	资产减值准备	13	4	11	4	4
股东权益	6774	7758	8553	9572	10794	折旧摊销	223	253	270	333	377
负债和股东权益总计	14774	16898	18035	19868	22316	公允价值变动损失	(23)	(58)	(58)	(46)	(54)
关键财务与估值指标						财务费用	(43)	8	(18)	(39)	(64)
每股收益	1.22	1.73	2.01	2.37	2.80	营运资本变动	(450)	48	671	(62)	361
每股红利	0.56	0.63	0.97	1.03	1.20	其它	52	83	82	118	137
每股净资产	9.15	10.48	11.21	12.54	14.15	经营活动现金流	719	1608	2509	2156	2962
ROIC	13.96%	16.49%	21%	24%	28%	资本开支	0	(839)	(624)	(660)	(652)
ROE	13.35%	16.48%	18%	19%	20%	其它投资现金流	(1021)	(1339)	0	0	0
毛利率	17%	21%	21%	22%	23%	投资活动现金流	(1122)	(2229)	(679)	(729)	(709)
EBIT Margin	6%	8%	9%	10%	10%	权益性融资	(3)	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	10%	11%	11%	12%	负债净变化	1200	8	(600)	0	0
收入增长	2%	11%	15%	13%	11%	支付股利、利息	(418)	(469)	(737)	(790)	(915)
净利润增长率	43%	41%	20%	18%	18%	其它融资现金流	309	904	(51)	(60)	57
资产负债率	54%	54%	53%	52%	52%	融资活动现金流	1870	(18)	(1388)	(850)	(858)
股息率	2.6%	3.0%	4.7%	5.0%	5.8%	现金净变动	1467	(638)	442	577	1395
P/E	17.5	12.4	10.7	9.0	7.6	货币资金的期初余额	2004	3472	2833	3275	3852
P/B	2.3	2.0	1.9	1.7	1.5	货币资金的期末余额	3472	2833	3275	3852	5247
EV/EBITDA	19.4	14.5	12.0	10.3	9.1	企业自由现金流	0	710	1878	1463	2273
						权益自由现金流	0	1621	1243	1436	2385

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032