


2024年04月14日
安徽合力 (600761.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

叉车

锂电化与国际化赋能，内外需有望共振

事件:公司发布年报,2023年实现营业收入174.71亿,同比+10.76%,归母净利润12.78亿,同比+40.89%。单Q4,收入43.38亿元,同比+15.92%,归母净利润2.91亿,同比+32.97%。

锂电化、国际化赋能业绩增长:根据中国工程机械工业协会,2023年叉车行业总销量117.38万台,同比+12%,扭转2022年下行趋势,其中内销76.84万台,同比+11.94%;出口40.54万台,同比增长12.13%,公司业绩表现也呈逐季度增长趋势,电动化转型成效初显。

(1)分季度看,2023年Q1-Q4,公司营收分别同比增长5.21%、9.37%、12.80%、15.92%;归母净利润分别同比增长35.61%、66.28%、28.10%、32.97%,利润弹性稳步释放。

(2)分业务看,在锂电替代趋势下,公司I、II类车销量同比+29.31%、+100.12%,物流业发展及小型车更新,带动III类车需求恢复,公司销量同比+22.81%,均高于行业增速。公司电动产品销量占比达57%,同比提升超6pct。

(3)分市场看,2023年公司内销111.93亿元,同比+1.61%;外销61.13亿元,同比+31.97%,2023年国外市场毛利率为24.19%,高于国内18.27%,市场结构优化系盈利水平上行重要因素之一。

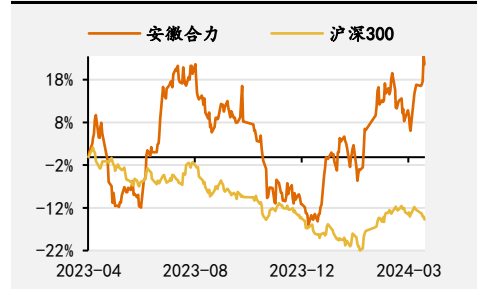
毛利率改善带动盈利能力稳健向好:2023年,公司毛利率分别为20.61%,同比+3.6pct,净利率8.1%,同比+1.56pct,盈利水平改善系产品结构、市场结构、原材料成本下行共同作用的结果。从费用端来看,2023年公司期间费用率11.79%,同比+1.89pct,其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.53pct、-0.13pct、+1.17pct、+0.32pct,公司围绕海外市场渠道、新产品、新兴板块持续加大投入,销售、研发费用率提升相对明显。展望2024年,成本、价格、汇率波动存在不确定性情况下,公司顺应锂电化、国际化趋势,产品、市场结构的进一步优化有望支撑整体盈利水平基本稳定。

国内外制造业景气度有望回暖,我们看好2024年需求催化:国内市场,3月PMI为50.8%,较上月上升1.7pct,高于临界点,制造业景气回升。海外市场,以美国发达市场为代表,3月PMI为50.3%,超越预期值48.5%,制造业新订单指数51.4%,超越预期值49.8%。海内外市场需求层面预期稳中向好。公司层面持续布局,整体竞争力有望稳健提升:①**产品端:**公司内燃产品排放围

投资评级	买入-A 维持评级
6个月目标价	26.52元
股价(2024-04-12)	22.28元

交易数据	
总市值(百万元)	16,998.72
流通市值(百万元)	16,998.72
总股本(百万股)	762.96
流通股本(百万股)	762.96
12个月价格区间	15.39/22.61元

股价表现



资料来源:Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.5	11.7	30.8
绝对收益	9.2	17.6	15.7

郭倩倩 分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

高杨洋 分析师

SAC 执业证书编号: S1450523030001

gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

利润弹性兑现,锂电化/国际化有望继续推动业绩增长	2024-03-13
三季度业绩符合预期,顺周期逻辑叉车有望率先受益	2023-10-24
三季度业绩预增,海内外需求共振	2023-09-28
出口表现优于行业,盈利能力提升兑现	2023-08-13

绕非道路国四、欧 V “排放”标准，现已完成全系列覆盖升级，2023 年，公司高端仓储车、大吨位、重装产品销售增量明显；②渠道端：持续拓展海外市场，积极谋划“5+X”海外战略布局，2023 年新设立澳洲、南美 2 大海外中心，代理机构由 80 多家拓展至 300 多家。③新兴产业：2023 年公司智能物流业务板块收入同比增长 42%，AGV 销量同比增长 127%，2024 年 4 月 9 日公司公告，拟通过收购、现金增资方式持有宇锋智能 71.42% 股权，将进一步推动公司向智能物流集成商转型升级，延伸产业链布局与提升市场竞争力。

内销逐步复苏，盈利向上驱动业绩高增 2023-07-04

投资建议：

预计公司 2024-2026 年的收入分别为 200.6、227.8、258.4 亿元，增速分别为 10.8%、13.5%、13.4%，净利润分别为 15.6、18.7、22.1 亿元，增速分别为 21.9%、20.0%、18.1%，对应 PE 分别为 10.9、9.3、7.9 倍。2024 年内外销景气有望上行催化估值向好，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 26.52 元，相当于 2024 年 13X 的动态市盈率。

风险提示：市场竞争加剧致毛利率承压；海外拓展不及预期；国内市场复苏不及预期；原材料成本上行风险。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	156.7	175.7	200.6	227.8	258.4
净利润	9.0	12.8	15.6	18.7	22.1
每股收益(元)	1.19	1.68	2.04	2.39	2.82
每股净资产(元)	8.88	10.17	11.28	12.95	15.36

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	18.8	13.3	10.9	9.3	7.9
市净率(倍)	2.5	2.2	2.0	1.7	1.5
净利润率	5.8%	7.3%	7.8%	8.2%	8.5%
净资产收益率	13.3%	16.5%	18.1%	18.4%	18.4%
股息收益率	1.7%	0.0%	2.2%	2.0%	1.8%
ROIC	30.5%	34.3%	39.0%	41.1%	50.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	156.7	175.7	200.6	227.8	258.4	成长性					
减:营业成本	130.1	138.7	159.1	180.0	203.6	营业收入增长率	1.7%	2.3%	10.8%	13.5%	13.4%
营业税费	0.9	1.1	1.2	1.4	1.6	营业利润增长率	30.7%	41.5%	20.2%	20.3%	18.3%
销售费用	5.5	7.1	6.7	7.5	8.4	净利润增长率	42.6%	41.4%	21.9%	20.0%	18.1%
管理费用	4.3	4.5	5.0	5.6	6.2	EBITDA 增长率	26.8%	42.1%	20.9%	18.0%	15.5%
研发费用	6.2	8.9	9.2	10.0	11.4	EBIT 增长率	32.0%	47.9%	23.1%	19.8%	16.9%
财务费用	-0.4	0.1	0.4	0.3	0.1	NOPLAT 增长率	27.9%	45.5%	23.6%	19.8%	17.2%
资产减值损失	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	投资资本增长率	29.1%	8.7%	13.5%	-3.9%	5.9%
加:公允价值变动收益	0.4	0.8	-	-	-	净资产增长率	15.2%	12.0%	12.4%	18.7%	19.3%
投资和汇兑收益	0.7	1.0	0.7	0.7	0.8						
营业利润	11.5	16.2	19.5	23.4	27.7	利润率					
加:营业外净收支	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	毛利率	17.0%	20.6%	20.7%	21.0%	21.2%
利润总额	11.6	16.3	19.7	23.6	27.9	营业利润率	7.3%	9.3%	9.7%	10.3%	10.7%
减:所得税	1.4	2.2	2.4	2.8	3.3	净利润率	5.8%	7.3%	7.8%	8.2%	8.5%
净利润	9.0	12.8	15.6	18.7	22.1	EBITDA/营业收入	8.5%	10.8%	11.4%	11.8%	12.1%
						EBIT/营业收入	7.1%	9.4%	10.0%	10.6%	10.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	45	43	36	30	24
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	20	23	26	28	28
货币资金	34.7	28.3	30.1	44.4	62.6	流动资产周转天数	223	241	228	224	231
交易性金融资产	33.4	46.8	46.8	46.8	46.8	应收帐款周转天数	32	38	33	34	35
应收帐款	15.7	21.1	15.7	27.3	22.9	存货周转天数	47	45	48	47	47
应收票据	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	总资产周转天数	303	326	307	291	287
预付帐款	1.8	0.9	3.2	1.2	3.4	投资资本周转天数	84	89	86	79	70
存货	21.0	22.8	30.2	29.8	38.1						
其他流动资产	3.0	3.8	4.4	3.7	4.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.3%	16.5%	18.1%	18.4%	18.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.9%	8.4%	10.0%	10.7%	11.3%
长期股权投资	4.0	4.5	4.5	4.5	4.5	ROIC	30.5%	34.3%	39.0%	41.1%	50.2%
投资性房地产	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	费用率					
固定资产	20.7	20.8	19.8	18.3	16.6	销售费用率	3.5%	4.0%	3.4%	3.3%	3.3%
在建工程	2.7	8.1	8.2	8.2	8.3	管理费用率	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%
无形资产	5.0	4.8	4.6	4.4	4.2	研发费用率	3.9%	5.1%	4.6%	4.4%	4.4%
其他非流动资产	4.9	6.2	4.8	5.0	5.2	财务费用率	-0.3%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%
资产总额	147.7	169.0	173.1	194.7	217.5	四费/营业收入	9.9%	11.8%	10.6%	10.3%	10.1%
短期债务	5.0	5.3	13.2	5.0	5.0	偿债能力					
应付帐款	19.6	22.6	22.4	28.5	29.0	资产负债率	50.1%	51.1%	46.3%	43.3%	39.4%
应付票据	6.2	8.8	8.9	11.1	11.5	负债权益比	100.2%	104.5%	86.1%	76.2%	64.9%
其他流动负债	8.0	11.5	10.3	9.9	10.6	流动比率	2.82	2.57	2.38	2.81	3.17
长期借款	15.0	15.1	10.0	10.0	10.0	速动比率	2.28	2.10	1.83	2.27	2.49
其他非流动负债	20.1	23.2	15.2	19.5	19.3	利息保障倍数	-26.00	194.16	55.79	71.87	215.36
负债总额	73.9	86.4	79.9	84.0	85.4	分红指标					
少数股东权益	6.1	5.0	6.7	8.8	11.2	DPS(元)	0.39	-	0.50	0.46	0.41
股本	7.4	7.4	7.6	7.8	7.8	分红比率	32.7%	0.0%	24.5%	19.1%	14.5%
留存收益	57.2	67.0	78.5	93.6	112.5	股息收益率	1.7%	0.0%	2.2%	2.0%	1.8%
股东权益	73.8	82.6	92.8	110.2	131.6						
						现金流量表					
						(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	10.3	14.2	15.6	18.7	22.1
						加:折旧和摊销	2.3	2.6	2.7	2.8	2.9
						资产减值准备	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
						公允价值变动损失	-0.4	-0.8	-	-	-
						财务费用	-	0.3	0.4	0.3	0.1
						投资收益	-0.7	-0.8	-0.7	-0.7	-0.8
						少数股东损益	1.2	1.4	1.7	2.1	2.5
						营运资金的变动	-0.3	-0.7	-6.0	-	-5.1
						经营活动产生现金流量	7.7	14.6	13.7	23.3	21.8
						投资活动产生现金流量	-12.8	-18.2	-0.9	-0.5	-0.2
						融资活动产生现金流量	23.8	-1.5	-11.1	-8.5	-3.4
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.19	1.68	2.04	2.39	2.82
						BVPS(元)	8.88	10.17	11.28	12.95	15.36
						PE(X)	18.8	13.3	10.9	9.3	7.9
						PB(X)	2.5	2.2	2.0	1.7	1.5
						P/FCF	6.8	13.3	31.8	11.1	9.1
						P/S	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7
						EV/EBITDA	5.3	5.4	5.9	4.5	3.4
						CAGR(%)	26.5%	20.1%	30.1%	26.5%	20.1%
						PEG	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
						ROIC/WACC	3.3	3.8	4.3	4.5	5.5
						REP	0.5	0.6	0.6	0.6	0.4

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034