

三季度营收利润有所承压，纵横拓展业务链条为公司持续发展注入活力

——安徽合力 2024 年三季度点评

核心观点

- 三季度营收小幅承压，受费率增加影响利润小幅下滑。**24Q3 公司实现营收 44 亿元，同比-0.3%，环比-6.46%；实现归母净利润 2.98 亿元，同比-9.18%，环比-27.93%。24Q1-3 公司实现总营收 134.09 亿元，同比+2.11%；实现归母净利润 11.01 亿元，同比+11.63%。24Q3 公司整体毛利率为 21.42%，同比+0.26pct，环比-1.04pct；整体净利率为 7.26%，同比-0.83pct，环比-2.34pct。24Q1-3 公司整体毛利率为 21.53%，同比+1.29pct；整体净利率为 8.82%，同比+0.47pct。24Q1-3 公司期间费用率为 12.66%，同比+1.75pct，费用率提升主要来自销售费用和研发费用。
- 今年以来行业出口依旧强劲，内销增速有所回落。**根据中国工程机械工业协会的统计，2024M1-9 叉车总销量为 97.07 万台，同比+10.8%，其中内销 61.6 万台，同比+6.2%，出口 35.4 万台，同比+19.9%。24Q3 叉车总销量为 30.9 万台，同比+6.2%，其中内销 18.3 万台，同比-1.8%，出口 12.6 万台，同比+20.4%。内销单月增速今年以来呈现下滑趋势，我们认为主要系国内 IV/V 类车需求较弱所致。出口销量依然保持较高增速，我们判断结构上可能以价值量较低的 III 类车为主。
- 持续进行海外布局，纵横交错拓展业务链条，为公司发展持续注入活力。**今年以来，公司进一步加快海外市场布局和业务拓展，实现了合力大洋洲公司正式开业，拟投资设立合力欧洲总部、合力海外（德国）研发中心，这些举动有望为合力全球化战略注入新动能，进一步增强国际运营能力、提升国际市场竞争力、扩大国际市场份额。与此同时，公司积极推进募投项目投资建设，六安铸造项目正式投产，向蚌埠液力、安庆车桥、和鼎机电等子公司增资，标志着公司向叉车产业链上游的进一步拓展；投资并购宇锋智能，合力智能物流产业园顺利开园，横向产业布局推动公司进一步向智能物流集成商转型升级。

盈利预测与投资建议

- 我们根据公司 2024 年前三季度营收下调收入预测，根据毛利率提升情况上调毛利率预测，预计 24-26 年公司归母净利润分别为 14.53/17.36/20.18 亿元（原值为 15.35/18.23/21.27 亿元）。参考可比公司 2025 年 9.4 倍平均市盈率，给予安徽合力目标价 18.33 元，维持买入评级。

风险提示

宏观经济增速不及预期、国际贸易政策及汇率波动、原材料成本上涨、电动化不及预期

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,774	17,471	18,319	21,173	24,324
同比增长(%)	2.3%	10.8%	4.9%	15.6%	14.9%
营业利润(百万元)	1,152	1,622	1,906	2,202	2,564
同比增长(%)	31.3%	40.9%	17.5%	15.5%	16.4%
归属母公司净利润(百万元)	907	1,278	1,453	1,736	2,018
同比增长(%)	43.1%	40.9%	13.7%	19.5%	16.2%
每股收益(元)	1.02	1.43	1.63	1.95	2.27
毛利率(%)	17.1%	20.6%	21.8%	21.9%	22.0%
净利率(%)	5.8%	7.3%	7.9%	8.2%	8.3%
净资产收益率(%)	14.4%	17.5%	17.9%	19.2%	19.5%
市盈率	17.4	12.3	10.8	9.1	7.8
市净率	2.3	2.0	1.9	1.6	1.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年11月15日）	17.69元
目标价格	18.33元
52周最高价/最低价	27.79/14.91元
总股本/流通A股（万股）	89,069/89,069
A股市值（百万元）	15,756
国家/地区	中国
行业	机械设备
报告发布日期	2024年11月17日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-4.27	-5.85	4.37	5.65
相对表现%	-0.98	-8.78	-14.39	-4.37
沪深300%	-3.29	2.93	18.76	10.02



证券分析师

杨震	021-63325888*6090 yangzhen@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520060002 香港证监会牌照：BSW113
刘嘉倩	liujiaqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080001

相关报告

营收、业绩再创新高，电动化+国际化+多业务协同助推高质量发展：——安徽合力2023年报点评	2024-04-15
营收加速增长，盈利能力持续提升：——安徽合力2023年三季度报点评	2023-10-25
盈利能力大幅提升，电动化、全球化进程持续推进：——安徽合力中报点评	2023-08-14
23H1业绩高增，需求复苏、电动化、全球化、智能化为叉车龙头加注成长动力：——安徽合力业绩预告点评	2023-07-05
盈利能力持续提升，看好叉车龙头成长动力：安徽合力2023年一季报点评	2023-04-29
盈利能力提升，需求复苏、电动化、全球化为叉车龙头加注成长动力	2023-04-04
叉车国企龙头，持续增长可期：——安徽合力首次覆盖报告	2023-01-03

表 1：可比公司估值比较

公司	最新价格（元） 2024/11/15	每股收益（元）				市盈率			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
杭叉集团	17.29	1.31	1.55	1.73	1.96	13.16	11.18	9.97	8.81
浙江鼎力	52.53	3.69	4.20	5.05	5.96	14.25	12.52	10.40	8.81
诺力股份	17.25	1.78	1.92	2.19	2.60	9.71	9.00	7.87	6.64
	平均值					12.37	10.90	9.41	8.09

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,496	2,833	5,495	6,316	7,383	营业收入	15,774	17,471	18,319	21,173	24,324
应收票据、账款及款项融资	1,759	2,309	1,671	1,931	2,219	营业成本	13,074	13,869	14,329	16,543	18,984
预付账款	213	85	197	228	261	销售费用	553	707	788	892	1,005
存货	2,177	2,285	2,196	2,535	2,909	管理费用	434	453	475	538	606
其他	3,474	4,869	2,819	2,828	2,837	研发费用	638	892	935	1,080	1,241
流动资产合计	11,118	12,381	12,378	13,838	15,610	财务费用	(43)	8	11	24	14
长期股权投资	403	453	335	335	335	资产、信用减值损失	34	52	20	20	20
固定资产	2,103	2,077	2,394	2,730	3,061	公允价值变动收益	41	79	33	33	33
在建工程	271	810	1,025	1,175	1,280	投资净收益	73	97	150	150	150
无形资产	499	482	456	429	402	其他	(45)	(44)	(38)	(55)	(74)
其他	569	695	637	633	629	营业利润	1,152	1,622	1,906	2,202	2,564
非流动资产合计	3,843	4,517	4,846	5,301	5,707	营业外收入	21	17	30	30	30
资产总计	14,962	16,898	17,224	19,140	21,317	营业外支出	2	7	2	2	2
短期借款	537	530	604	604	604	利润总额	1,171	1,632	1,934	2,230	2,592
应付票据及应付账款	2,539	3,016	3,099	3,578	4,106	所得税	141	217	251	301	350
其他	906	1,267	937	977	1,020	净利润	1,030	1,416	1,683	1,929	2,242
流动负债合计	3,982	4,813	4,640	5,159	5,730	少数股东损益	123	137	229	193	224
长期借款	1,500	1,508	1,508	1,508	1,508	归属于母公司净利润	907	1,278	1,453	1,736	2,018
应付债券	1,732	1,798	1,765	1,765	1,765	每股收益 (元)	1.02	1.43	1.63	1.95	2.27
其他	276	517	132	132	132						
非流动负债合计	3,508	3,823	3,405	3,405	3,405	主要财务比率					
负债合计	7,490	8,636	8,045	8,563	9,135		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	641	504	733	926	1,150	成长能力					
实收资本 (或股本)	740	740	891	891	891	营业收入	2.3%	10.8%	4.9%	15.6%	14.9%
资本公积	349	286	135	135	135	营业利润	31.3%	40.9%	17.5%	15.5%	16.4%
留存收益	5,428	6,410	7,420	8,624	10,006	归属于母公司净利润	43.1%	40.9%	13.7%	19.5%	16.2%
其他	312	321	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,471	8,262	9,179	10,576	12,182	毛利率	17.1%	20.6%	21.8%	21.9%	22.0%
负债和股东权益总计	14,962	16,898	17,224	19,140	21,317	净利率	5.8%	7.3%	7.9%	8.2%	8.3%
						ROE	14.4%	17.5%	17.9%	19.2%	19.5%
						ROIC	10.0%	11.7%	12.8%	13.6%	14.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	50.1%	51.1%	46.7%	44.7%	42.9%
净利润	1,030	1,416	1,683	1,929	2,242	净负债率	8.1%	19.3%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	199	206	225	270	320	流动比率	2.79	2.57	2.67	2.68	2.72
财务费用	(43)	8	11	24	14	速动比率	2.24	2.09	2.19	2.18	2.21
投资损失	(73)	(97)	(150)	(150)	(150)	营运能力					
营运资金变动	(512)	(17)	579	(125)	(138)	应收账款周转率	11.5	9.8	9.9	11.8	11.8
其它	112	(58)	(134)	(29)	(28)	存货周转率	6.2	6.2	6.3	6.9	6.9
经营活动现金流	714	1,458	2,214	1,920	2,259	总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
资本支出	(641)	(698)	(726)	(726)	(726)	每股指标 (元)					
长期投资	(113)	(204)	132	0	0	每股收益	1.02	1.43	1.63	1.95	2.27
其他	(519)	(918)	1,830	183	183	每股经营现金流	0.96	1.97	2.49	2.16	2.54
投资活动现金流	(1,274)	(1,820)	1,236	(543)	(543)	每股净资产	7.67	8.71	9.48	10.83	12.39
债权融资	2,563	450	(408)	0	0	估值比率					
股权融资	34	(64)	0	0	0	市盈率	17.4	12.3	10.8	9.1	7.8
其他	(160)	(532)	(381)	(556)	(649)	市净率	2.3	2.0	1.9	1.6	1.4
筹资活动现金流	2,437	(146)	(789)	(556)	(649)	EV/EBITDA	9.1	6.5	5.6	4.8	4.1
汇率变动影响	(3)	(6)	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.8	7.3	6.2	5.4	4.6
现金净增加额	1,875	(514)	2,662	821	1,067						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。