

## 外部市场环境震荡加剧，公司业绩表现稳健

公司点评

### ● 事件：

公司发布 2024 年年报，全年实现营业收入 173.25 亿元，同比增长 0.99%；归母净利润 13.20 亿元，同比增长 0.18%；扣非归母净利润 10.37 亿元，同比下降 5.84%；销售毛利率为 23.46%，同比上升 2.85pct；销售净利率为 8.66%，同比上升 0.56pct。

单四季度公司营业收入为 39.17 亿元，同比下降 2.67%，环比下降 10.99%；归母净利润为 2.18 亿元，同比下降 33.98%，环比下降 26.77%；扣非归母净利润为 0.73 亿元，同比下降 70.85%，环比下降 70.26%。

### ● 利润增速低于收入增速，主要系期间费用提升影响

2024 年，公司实现营收 173.25 亿元，同比增长 0.99%；实现归母净利润 13.20 亿元，同比增长 0.18%。利润增速略低于收入增速，主要系期间费用增加影响：①**销售费用** 8.80 亿元，同比增加 24.67%，主要用于南美、大洋洲、欧洲等海外中心的建设以及新兴板块的布局；②**研发费用** 10.86 亿元，同比增加 14.02%，主要用于加大材料方面研发投入，且海外研发中心建设费用在第四季度集中体现；③**管理费用** 5.71 亿元，同比增加 19.02%，主要是合并收购好运机械、安鑫货叉，以及新兴产业板块布局所致。随着积压费用集中体现、费用控制力度持续加大，未来公司利润增速有望修复。

### ● 2024 年公司叉车整机销量大幅增长，单四季度业绩短暂下滑

全年来看，2024 年公司内外销增速同步跑赢行业。2024 年，国内叉车行业总销量 128.55 万台，同比增长 9.52%；其中内销 80.50 万台，同比增长 4.77%；出口 48.05 万台，同比增长 18.53%。公司整机销量 34.02 万台，同比增长 16.53%，市占率约为 26.46%；其中内销 21.38 万台，同比增长 8.13%；出口 12.64 万台，同比大幅增长 34.08%，对总体销量的拉动作用显著。

单四季度来看，2024 年 10 月叉车行业内外销同步环比下滑，拉低四季度行业景气度。10 月，叉车总销量 9.86 万台，同比上升 0.44%，环比下降 7.00%；其中内销 6.06 万台，同比下降 5.99%，环比下降 3.48%；出口 3.7 万台，同比上升 12.72%，环比下降 12.10%。10 月份的下滑表现拉低了第四季度行业整体景气度，公司实现营收 39.17 亿元，同比下降 2.67%，环比下降 10.99%。

### ● 海外营收盈利水平优秀，仍是公司业绩增长重心

从营收角度来看，2024 年公司外销增速 34.08%，较内销增速高 25.95pct；从毛利率的角度来看，2024 年公司国内毛利率为 21.25%，yoy +2.98pct；海外毛利率为 26.20%，yoy +2.01pct。海外毛利率较国内毛利率高 4.95pct，是公司提升盈利能力的重要锚点。目前，公司市占率较高的区域有泰国、墨西哥、俄罗斯、阿根廷、越南等。在美国关税政策存在较大不确定性的情况下，公司未来将继续着力开拓欧洲和南美等市场，在海外不断发掘业绩增长点。

## 推荐（维持评级）

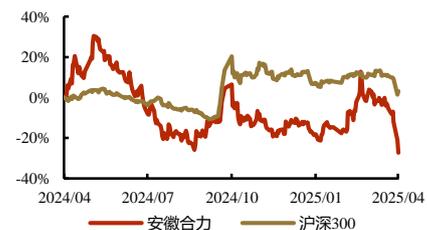
范云浩（分析师）

fanyunhao@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280524010001

市场数据	时间 2025/4/8
收盘价(元):	15.11
一年最低/最高(元):	14.84/28.50
总股本(亿股):	8.91
总市值(亿元):	134.58
流通股本(亿股):	8.91
流通市值(亿元):	134.58
近 3 月换手率:	160.80%

### 股价一年走势



### 相关报告

《安徽合力：全球化、锂电化为矛，弱周期、后周期为盾》2024-11-4



### ● 资源投入力度不断加大，看好公司智能物流业务发展前景

电动化浪潮下，智能化是叉车和工业制造行业的必然趋势。自 2024 年 4 月并购宇锋智能以来，公司智能物流产业链持续完善，实现合力智能物流产业园顺利开园；结合与华为等头部 AI 企业的紧密合作，公司智能物流业务整体竞争力和产业附加值不断提升。目前公司在智能物流系统领域自主开发了 CCS（调度控制中心）、WMS（仓储管理系统）、PMS（生产管理系统）、MOM（中间件）等物流管理系统；涵盖叉车式、移载式、牵引式以及非标定制化 AGV 产品，已成功应用于家居制造、物流仓储、百货超市、机械制造、汽配加工、电子加工等行业。我们认为，随着公司在研发、人员、新工厂等方面持续加大投入，智能物流业务有望保持快速增长。

### ● 盈利预测及投资建议

**盈利预测：**考虑到 2025 年叉车内销短期承压、美国提升关税制造贸易摩擦等因素，我们保守预计 2025~2027 年，公司分别实现营业收入 180.52/ 196.92/ 220.50 亿元，yoy +4.2%/ 9.1%/ 12.0%，分别实现净利润 14.01/ 15.96/ 18.37 亿元，yoy +6.1%/ 13.9%/ 15.1%，对应 PE 分别为 10.5/ 9.2/ 8.0X。

**投资评级：**公司以全球化、锂电化为矛，以弱周期、后周期为盾，兼具成长性+防御性属性，属于当前稀缺性资产，我们认为安徽合力估值被低估。考虑未来有较大成长空间，维持“推荐”评级。

**风险提示：**全球贸易摩擦风险无法预判；国内宏观经济出现较大系统性风险；行业电动化、锂电化进展不及预期

### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,471	17,325	18,052	19,692	22,050
增长率(%)	11.5	-0.8	4.2	9.1	12.0
净利润(百万元)	1,278	1,320	1,401	1,596	1,837
增长率(%)	41.4	3.2	6.1	13.9	15.1
毛利率(%)	20.6	23.5	23.7	23.8	23.9
净利率(%)	7.3	7.6	7.8	8.1	8.3
ROE(%)	17.1	13.6	13.4	13.4	13.8
EPS(摊薄/元)	1.43	1.48	1.57	1.79	2.06
P/E(倍)	11.5	11.1	10.5	9.2	8.0
P/B(倍)	2.0	1.4	1.3	1.2	1.1

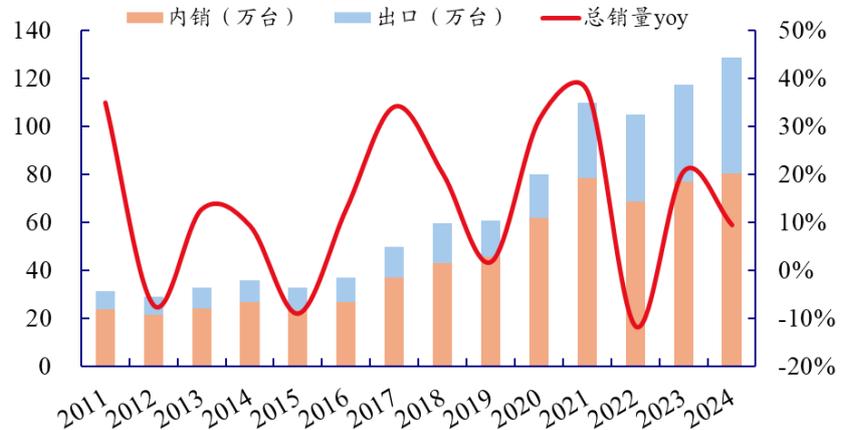
资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2025 年 4 月 8 日

## 1. 行业跟踪：销量稳步增长，电动化率快速提升

### 1.1. 销量：2024 年国内叉车行业总销量同比增长 9.52%

2024 年，中国叉车行业实现总销量 128.55 万台，yoy +9.52%。其中，内销 80.50 万台，yoy +4.77%；出口 48.05 万台，yoy +18.53%。

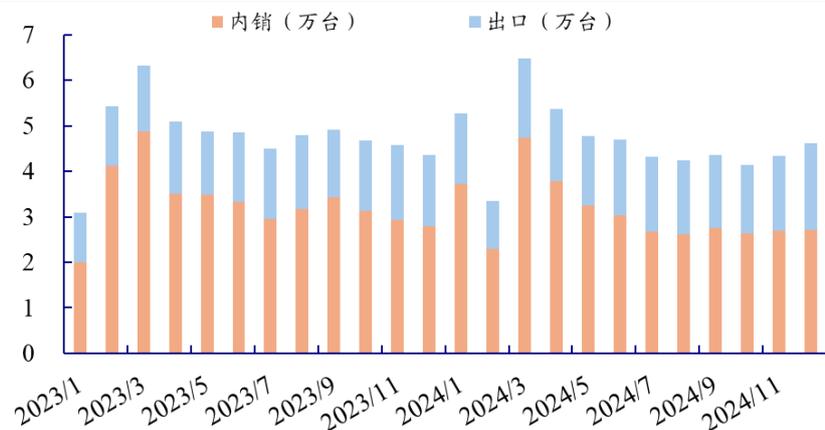
图1：中国叉车年度内外销结构图



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，诚通证券研究所

分车型来看，电动平衡重乘驾式叉车（I类车）实现销量 18.59 万台，yoy +8.90%；电动乘驾式仓储叉车（II类车）实现销量 2.97 万台，yoy +24.03%；电动步行式仓储叉车（III类车）实现销量 73.06 万台，yoy +21.39%；内燃平衡重式叉车（IV+V类车）实现销量 33.93 万台，yoy -10.06%。仅统计大车（除III类车），实现销量 56.07 万台，yoy -3.19%；其中内销 36.90 万台，yoy -7.05%；出口 19.17 万台，yoy +5.24%。

图2：中国叉车月度内外销结构图（除III类车）

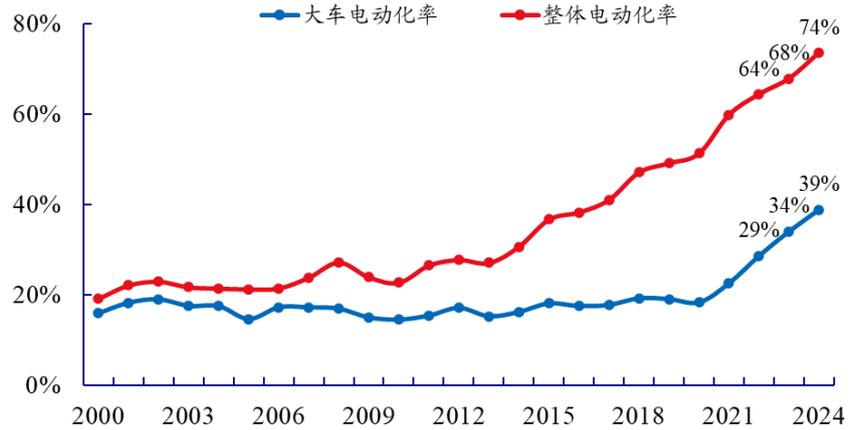


资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，诚通证券研究所

### 1.2. 电动化率：电动化率保持快速提升趋势

电动化、智能化是叉车和工业制造行业的必然趋势。2024 年，叉车行业共实现销量 128.55 万台，其中 I+II+III 类车共实现销量 94.62 万台，整体电动化率 73.61%，较 2023 年增加了 5.74pct；剔除 III 类车来看，I+II 类车实现销量 21.56 万台，大车电动化率 38.85%，较 2023 年提升了 4.80pct。整体电动化率和大车电动化率双双创下新高，维持快速提升趋势。

图3：中国叉车电动化率



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，诚通证券研究所

## 2. 风险提示

1. **外部国际环境的不确定性，如全球贸易摩擦风险无法预判。**从国际外部环境来看，随着贸易保护主义抬头，美国等国家或地区可能抬高进口商品关税；此外，地缘政治经济冲突也可能一定程度上影响公司在相关地区的正常经营。此类事件将直接对公司收入端造成影响；
2. **国内宏观经济出现较大系统性风险。**如果国内宏观经济出现较大系统性风险，冲击制造业、物流业等关联行业以致新增固定资产投资大幅萎缩，可能直接对公司未来的收入和利润的稳定性带来不利影响；
3. **电动化、锂电化进展不及预期。**尽管我们高度认为锂电化进程是大势所趋，但是在锂电叉车对内燃及铅酸叉车的替代过程中，仍然可能产生一定摩擦成本，导致公司收入增长不及预期。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>12381</b>	<b>12789</b>	<b>13565</b>	<b>15214</b>	<b>15696</b>	<b>营业收入</b>	<b>17471</b>	<b>17325</b>	<b>18052</b>	<b>19692</b>	<b>22050</b>
现金	2833	1200	2384	2601	3037	营业成本	13869	13261	13778	15007	16783
应收票据及应收账款合计	2058	2255	2825	2716	3488	营业税金及附加	111	109	110	121	137
其他应收款	61	97	68	112	89	营业费用	707	880	903	985	1102
预付账款	85	166	96	189	130	管理费用	453	571	560	591	661
存货	2285	3384	2506	3909	3265	研发费用	892	1086	1083	1182	1323
其他流动资产	5059	5688	5688	5688	5688	财务费用	8	31	-10	-19	-75
<b>非流动资产</b>	<b>4517</b>	<b>6317</b>	<b>6320</b>	<b>6445</b>	<b>6672</b>	资产减值损失	-22	-19	0	0	0
长期投资	453	508	580	651	723	公允价值变动收益	79	49	48	54	58
固定资产	2077	3298	3228	3249	3338	其他收益	65	155	74	85	95
无形资产	482	618	720	817	908	投资净收益	97	181	99	113	123
其他非流动资产	1505	1892	1791	1727	1702	<b>营业利润</b>	<b>1622</b>	<b>1728</b>	<b>1852</b>	<b>2082</b>	<b>2396</b>
<b>资产总计</b>	<b>16898</b>	<b>19105</b>	<b>19885</b>	<b>21659</b>	<b>22368</b>	营业外收入	17	22	21	20	20
<b>流动负债</b>	<b>4813</b>	<b>6772</b>	<b>6618</b>	<b>7151</b>	<b>6368</b>	营业外支出	7	5	4	5	5
短期借款	530	1233	2379	2175	1233	<b>利润总额</b>	<b>1632</b>	<b>1745</b>	<b>1869</b>	<b>2097</b>	<b>2411</b>
应付票据及应付账款合计	3016	3350	3264	3940	4117	所得税	217	245	255	290	331
其他流动负债	1267	2188	975	1036	1018	<b>净利润</b>	<b>1416</b>	<b>1500</b>	<b>1614</b>	<b>1807</b>	<b>2080</b>
<b>非流动负债</b>	<b>3823</b>	<b>1327</b>	<b>1181</b>	<b>1050</b>	<b>926</b>	少数股东损益	137	181	213	211	243
长期借款	3306	685	540	408	285	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1278</b>	<b>1320</b>	<b>1401</b>	<b>1596</b>	<b>1837</b>
其他非流动负债	517	642	642	642	642	EBITDA	2016	2124	2277	2549	2864
<b>负债合计</b>	<b>8636</b>	<b>8099</b>	<b>7800</b>	<b>8201</b>	<b>7295</b>	EPS(元)	1.43	1.48	1.57	1.79	2.06
少数股东权益	504	732	945	1156	1399						
股本	740	891	891	891	891						
资本公积	286	2068	2068	2068	2068						
留存收益	6410	7351	8312	9387	10624						
归属母公司股东权益	7758	10275	11141	12302	13675						
<b>负债和股东权益</b>	<b>16898</b>	<b>19105</b>	<b>19885</b>	<b>21659</b>	<b>22368</b>						

现金流量表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1458</b>	<b>473</b>	<b>2084</b>	<b>1297</b>	<b>2336</b>
净利润	1416	1500	1614	1807	2080
折旧摊销	258	315	342	376	406
财务费用	8	31	-10	-19	-75
投资损失	-97	-181	-99	-113	-123
营运资金变动	-145	-1249	288	-697	109
其他经营现金流	18	57	-51	-57	-61
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1820</b>	<b>-789</b>	<b>-195</b>	<b>-331</b>	<b>-449</b>
资本支出	672	841	-68	53	155
长期投资	-1306	79	-72	-73	-72
其他投资现金流	-2454	131	-335	-351	-366
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-146</b>	<b>-659</b>	<b>-1850</b>	<b>-545</b>	<b>-509</b>
短期借款	28	703	0	0	0
长期借款	74	-2621	-145	-132	-123
普通股增加	0	150	0	0	0
资本公积增加	-30	1782	0	0	0
其他筹资现金流	-218	-673	-1705	-414	-386
<b>现金净增加额</b>	<b>-514</b>	<b>-934</b>	<b>39</b>	<b>421</b>	<b>1378</b>

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	11.5	-0.8	4.2	9.1	12.0
营业利润(%)	41.5	6.6	7.2	12.4	15.1
归属于母公司净利润(%)	41.4	3.2	6.1	13.9	15.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.6	23.5	23.7	23.8	23.9
净利率(%)	7.3	7.6	7.8	8.1	8.3
ROE(%)	17.1	13.6	13.4	13.4	13.8
ROIC(%)	38.9	23.4	27.5	28.3	33.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.1	42.4	39.2	37.9	32.6
净负债比率(%)	23.0	22.2	8.9	3.9	-6.4
流动比率	2.6	1.9	2.0	2.1	2.5
速动比率	2.0	1.2	1.5	1.4	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	9.7	8.0	8.0	7.1	7.1
应付账款周转率	5.0	4.2	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.43	1.48	1.57	1.79	2.06
每股经营现金流(最新摊薄)	1.58	-0.15	2.34	1.46	2.62
每股净资产(最新摊薄)	8.36	11.54	12.51	13.81	15.35
<b>估值比率</b>					
P/E	11.5	11.1	10.5	9.2	8.0
P/B	2.0	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.1	6.3	5.4	4.7	3.7

资料来源: Wind、公司公告、诚通证券研究所

## 特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资评级说明

### 诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20% 以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5% 以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

## 联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环东路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>