

24 年费用高企挤压部分利润，国际化+产业链布局持续注入发展动能

——安徽合力 2024 年报及 2025 一季报点评

核心观点

- 24 年营收业绩小幅增长，费用高企挤压部分利润。**24Q4 公司实现营收 39.2 亿元，同比-2.7%，环比-11%；实现归母净利润 2.2 亿元，同比-34%，环比-26.8%。2024 年，公司实现总营收 173.3 亿元，同比+1%；实现归母净利润 13.2 亿元，同比+0.2%。25Q1 公司实现营收 42.7 亿元，同比+2.1%；实现归母净利润 3.2 亿元，同比-20.1%。24Q4 公司毛利率为 30.06%，同比+8.32pct，环比+8.64pct；净利率为 8.12%，同比+0.75pct，环比+0.86pct。2024 年，公司毛利率为 23.46%，同比+2.84pct；净利率为 8.49%，同比+0.56pct。2024 年公司期间费用率为 14.82%，同比+3.03pct，主要来自销售费用率和研发费用率的增加。25Q1 公司毛利率为 22.31%，同比+1.68pct；净利率为 8.49%，同比-1.06pct。
- 持续推进海外战略布局，海外制造本土化提升经营韧性。**2024 年，合力大洋洲中心、欧洲总部、欧洲研发中心、南美中心相继开业，公司持续打造“1 个中国总部+N 个海外中心+X 个全球团队”的海外战略布局。2024 年公司实现整机出口 12.64 万台，同比+34%；实现海外业务营收 69.3 亿元，同比+13%；海外业务营收占比 40%，同比+5pct；海外业务毛利率 26.2%，同比+2pct。2025 年一季度，面对复杂的国际贸易环境，公司在泰国与当地企业共同设立子公司，规划年产叉车 1 万台和锂电池组 1 万套，逐步构建海外生产供应体系，进一步提升公司品牌国际影响力。
- 完善产业链布局，把握转型升级新机遇。**24 年公司投资并购宇锋智能，实现合力智能物流产业园顺利开园，提升智能物流业务的整体竞争力和产业附加值；收购好运机械、安鑫货叉股权，减少关联交易，强化工业车辆产业链协同优势；围绕新能源、高端工业车辆及其关键零部件等新兴产业，持续加大投资力度；加强与头部企业的技术合作，稳步推进 AI、云计算等新技术在公司业务中的实践应用。

盈利预测与投资建议

- 我们根据公司 2024 年营收下调收入预测，根据毛利率提升情况上调毛利率预测，根据费用率情况上调费用率预测，下调 25/26 年归母净利润至 14.42/16.16 亿元（前值为 17.36/20.18 亿元），新增 27 年归母净利润预测 17.99 亿元，参考可比公司 2025 年 10.6 倍平均市盈率，给予安徽合力目标价 17.21 元，维持买入评级。

风险提示

宏观经济波动的风险，主要原材料价格波动风险，国际贸易政策及汇率波动的风险，新业务发展不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,156	17,325	19,022	20,835	23,041
同比增长(%)	8.8%	1.0%	9.8%	9.5%	10.6%
营业利润(百万元)	1,691	1,728	1,847	2,036	2,270
同比增长(%)	46.9%	2.2%	6.9%	10.2%	11.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,317	1,320	1,442	1,616	1,799
同比增长(%)	45.2%	0.2%	9.3%	12.1%	11.3%
每股收益(元)	1.48	1.48	1.62	1.81	2.02
毛利率(%)	21.9%	23.5%	23.6%	23.7%	23.8%
净利率(%)	7.7%	7.6%	7.6%	7.8%	7.8%
净资产收益率(%)	17.8%	14.5%	13.4%	13.8%	14.0%
市盈率	11.3	11.2	10.3	9.2	8.2
市净率	1.9	1.4	1.3	1.2	1.1

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（2025 年 05 月 21 日）	16.6 元
目标价格	17.21 元
52 周最高价/最低价	25.5/14.31 元
总股本/流通 A 股（万股）	89,069/89,069
A 股市值（百万元）	14,785
国家/地区	中国
行业	机械设备
报告发布日期	2025 年 05 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.47	5.6	-18.47	-35.18
相对表现%	-1.79	2.13	-16.91	-41.71
沪深 300%	-0.68	3.47	-1.56	6.53



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

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 年三季报点评	2024-11-17
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 年三季报点评	2023-10-25

表 1：可比公司估值比较

公司	最新价格（元） 2025/5/21	每股收益（元）				市盈率			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
杭叉集团	19.76	1.54	1.71	1.91	2.16	12.80	11.55	10.32	9.15
浙江鼎力	46.88	3.22	4.19	4.84	5.45	14.57	11.19	9.69	8.60
诺力股份	19.39	1.79	2.13	2.45	2.84	10.81	9.12	7.92	6.82
	平均值					12.73	10.62	9.31	8.19

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,921	1,200	2,912	3,766	4,958	营业收入	17,156	17,325	19,022	20,835	23,041
应收票据、账款及款项融资	2,307	2,672	2,407	2,637	2,916	营业成本	13,404	13,261	14,537	15,891	17,552
预付账款	94	166	204	224	247	销售费用	706	880	947	1,026	1,124
存货	2,326	3,384	2,593	2,835	3,131	管理费用	480	571	615	667	730
其他	4,869	5,367	3,955	3,962	3,969	研发费用	952	1,086	1,192	1,306	1,444
流动资产合计	12,518	12,789	12,072	13,423	15,222	财务费用	8	31	(4)	3	(9)
长期股权投资	453	508	391	391	391	资产、信用减值损失	49	50	37	43	54
固定资产	2,202	3,298	3,430	3,558	3,629	公允价值变动收益	79	49	40	40	40
在建工程	811	592	815	912	884	投资净收益	98	181	150	150	150
无形资产	506	618	583	549	515	其他	(43)	52	(42)	(53)	(66)
其他	721	1,300	1,132	1,128	1,124	营业利润	1,691	1,728	1,847	2,036	2,270
非流动资产合计	4,693	6,317	6,351	6,538	6,544	营业外收入	18	22	30	30	30
资产总计	17,210	19,105	18,424	19,960	21,765	营业外支出	7	5	2	2	2
短期借款	540	1,233	658	604	604	利润总额	1,703	1,745	1,875	2,064	2,298
应付票据及应付账款	2,965	3,350	3,277	3,582	3,957	所得税	226	245	244	268	299
其他	1,294	2,188	1,283	1,316	1,358	净利润	1,477	1,500	1,631	1,796	1,999
流动负债合计	4,800	6,772	5,218	5,503	5,918	少数股东损益	160	181	189	180	200
长期借款	1,508	685	685	685	685	归属于母公司净利润	1,317	1,320	1,442	1,616	1,799
应付债券	1,798	0	0	0	0	每股收益（元）	1.48	1.48	1.62	1.81	2.02
其他	523	642	382	382	382	主要财务比率					
非流动负债合计	3,829	1,327	1,067	1,067	1,067		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	8,629	8,099	6,285	6,570	6,986	成长能力					
少数股东权益	627	732	921	1,100	1,300	营业收入	8.8%	1.0%	9.8%	9.5%	10.6%
实收资本（或股本）	740	891	891	891	891	营业利润	46.9%	2.2%	6.9%	10.2%	11.5%
资本公积	386	2,068	2,068	2,068	2,068	归属于母公司净利润	45.2%	0.2%	9.3%	12.1%	11.3%
留存收益	6,505	7,351	8,259	9,331	10,521	获利能力					
其他	323	(35)	0	0	0	毛利率	21.9%	23.5%	23.6%	23.7%	23.8%
股东权益合计	8,582	11,006	12,138	13,390	14,779	净利率	7.7%	7.6%	7.6%	7.8%	7.8%
负债和股东权益总计	17,210	19,105	18,424	19,960	21,765	ROE	17.8%	14.5%	13.4%	13.8%	14.0%
现金流量表						ROIC	12.0%	11.1%	11.3%	12.1%	12.3%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	1,477	1,500	1,631	1,796	1,999	资产负债率	50.1%	42.4%	34.1%	32.9%	32.1%
折旧摊销	207	445	359	402	446	净负债率	17.7%	18.5%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	8	31	(4)	3	(9)	流动比率	2.61	1.89	2.31	2.44	2.57
投资损失	(98)	(181)	(150)	(150)	(150)	速动比率	2.12	1.39	1.81	1.92	2.04
营运资金变动	(118)	(1,142)	923	(200)	(245)	营运能力					
其它	(6)	(179)	(66)	3	14	应收账款周转率	9.3	7.8	8.6	9.5	9.5
经营活动现金流	1,471	473	2,693	1,853	2,055	存货周转率	5.9	4.6	4.8	5.8	5.8
资本支出	(722)	(1,538)	(672)	(588)	(452)	总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
长期投资	(224)	(437)	165	0	0	每股指标（元）					
其他	(884)	1,186	1,408	190	190	每股收益	1.48	1.48	1.62	1.81	2.02
投资活动现金流	(1,830)	(789)	902	(398)	(262)	每股经营现金流	1.99	0.53	3.02	2.08	2.31
债权融资	450	(1,875)	(778)	0	0	每股净资产	8.93	11.54	12.59	13.80	15.13
股权融资	37	1,832	0	0	0	估值比率					
其他	(590)	(616)	(1,105)	(602)	(601)	市盈率	11.3	11.2	10.3	9.2	8.2
筹资活动现金流	(104)	(659)	(1,882)	(602)	(601)	市净率	1.9	1.4	1.3	1.2	1.1
汇率变动影响	(6)	40	- 0	- 0	- 0	EV/EBITDA	6.6	5.7	5.7	5.1	4.6
现金净增加额	(469)	(934)	1,712	854	1,192	EV/EBIT	7.4	7.1	6.8	6.2	5.6

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。