

安徽合力 (600761.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

业绩低于预期，布局人形机器人业务

业绩简评

公司披露财报：2025 年前三季度，公司实现营收 **149.34 亿元**，同比+10.9%；归母净利润 11.21 亿元，同比-4.9%。单三季度营收 49.67 亿元，同比+7.6%；归母净利润 3.03 亿元，同比-11.8%。

经营分析

1、海外市场持续贡献强劲增长动力，产品持续高端化、电动化。单季度来看，2025 年 Q3 实现营业收入 49.67 亿元，同比增长 7.57%，环比 Q2 (51.16 亿) 略有下降，符合行业季节性特征。Q3 归母净利润为 3.03 亿元，同比下降 11.84%；扣非归母净利润为 2.74 亿元，同比基本持平，微降 1.00%。Q3 利润同比下滑，主要原因公司费用端增加较多所致。Q3 单季度研发费用同比增加 1.2 亿元，若剔除这部分超额研发投入，Q3 利润增速与营收增速基本匹配。

2、盈利能力持续回升，现金流大幅改善。公司盈利能力持续提升。Q3 单季毛利率达到 24.74%，同比提升 1.3 个百分点，环比 Q2 提升 0.1 个百分点，达到历史较好水平，显示出产品结构优化和海外高毛利业务增长带来的积极影响。前三季度，公司经营现金流净额表现强劲，达 9.63 亿元，同比大幅增长 106.23%，主要系销售商品收到的现金增加所致。

3、智能物流业务高速增长，前瞻布局机器人赛道。智能物流业务已成为公司业绩的“第二增长曲线”。公司与安徽省顶尖研发机构江淮前沿技术研究院成立“天枢实验室”，联合研发智能物流机器人与特种机器人，并成立合资公司。此举标志着公司正式向工业机器人领域延伸，有望在人机协作、重载搬运等新兴场景中占据先机。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2025-27 年归母净利润 14/16/17 亿元，公司股票现价对应 PE 估值为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示

下游景气度不及预期；新产品研发进展不及预期。

机械组

分析师：秦亚男 (执业 S1130522030005)

qinyanan@gjzq.com.cn

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

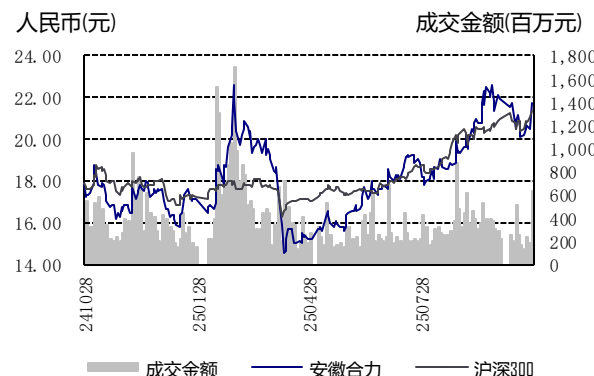
manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.76 元

相关报告：

1.《安徽合力公司点评：业绩符合预期，布局人形机器人业务》，2025.8.26

2.《安徽合力公司点评：国内需求疲软，国际化持续夯实》，2024.10.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,471	17,325	18,683	20,695	22,947
营业收入增长率	11.47%	-0.83%	7.84%	10.77%	10.88%
归母净利润(百万元)	1,278	1,320	1,411	1,579	1,738
归母净利润增长率	41.36%	3.25%	6.91%	11.94%	10.06%
摊薄每股收益(元)	1.727	1.482	1.584	1.773	1.951
每股经营性现金流净额	1.97	0.53	1.28	1.89	2.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.48%	12.84%	12.70%	13.10%	13.27%
P/E	10.55	11.91	13.74	12.27	11.15
P/B	1.74	1.53	1.75	1.61	1.48

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	15,673	17,471	17,325	18,683	20,695	22,947
增长率		11.5%	-0.8%	7.8%	10.8%	10.9%
主营业务成本	-13,010	-13,869	-13,261	-14,312	-15,841	-17,584
%销售收入	83.0%	79.4%	76.5%	76.6%	76.5%	76.6%
毛利	2,663	3,601	4,064	4,372	4,853	5,363
%销售收入	17.0%	20.6%	23.5%	23.4%	23.5%	23.4%
营业税金及附加	-93	-111	-109	-108	-120	-133
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-552	-707	-880	-934	-1,035	-1,147
%销售收入	3.5%	4.0%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-426	-453	-571	-654	-724	-803
%销售收入	2.7%	2.6%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	-616	-892	-1,086	-1,214	-1,345	-1,492
%销售收入	3.9%	5.1%	6.3%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	976	1,439	1,418	1,461	1,629	1,788
%销售收入	6.2%	8.2%	8.2%	7.8%	7.9%	7.8%
财务费用	43	-8	-31	-37	-21	1
%销售收入	-0.3%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-34	-52	-50	-18	-7	-3
公允价值变动收益	41	79	49	30	30	30
投资收益	73	97	181	180	180	180
%税前利润	6.2%	6.0%	10.4%	10.1%	9.1%	8.3%
营业利润	1,146	1,622	1,728	1,770	1,966	2,150
营业利润率	7.3%	9.3%	10.0%	9.5%	9.5%	9.4%
营业外收支	18	10	17	10	10	10
税前利润	1,165	1,632	1,745	1,780	1,976	2,160
利润率	7.4%	9.3%	10.1%	9.5%	9.5%	9.4%
所得税	-139	-217	-245	-249	-277	-302
所得税率	11.9%	13.3%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,025	1,416	1,500	1,531	1,699	1,858
少数股东损益	121	137	181	120	120	120
归属于母公司的净利润	904	1,278	1,320	1,411	1,579	1,738
净利率	5.8%	7.3%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,025	1,416	1,500	1,531	1,699	1,858
少数股东损益	121	137	181	120	120	120
非现金支出	289	342	414	430	440	458
非经营收益	-124	-160	-200	-135	-156	-172
营运资金变动	-421	-140	-1,241	-683	-302	-342
经营活动现金净流	770	1,458	473	1,143	1,682	1,802
资本开支	-674	-669	-839	-316	-440	-440
投资	-720	-1,321	-247	434	30	30
其他	119	169	298	180	180	180
投资活动现金净流	-1,275	-1,820	-789	298	-230	-230
股权募资	2,043	0	44	0	0	0
债权募资	774	260	417	442	-461	-508
其他	-437	-405	-1,119	-649	-701	-748
筹资活动现金净流	2,380	-146	-659	-208	-1,162	-1,256
现金净流量	1,872	-514	-934	1,233	290	316

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,472	2,833	1,200	2,390	2,649	2,942
应收款项	1,787	2,370	2,769	2,748	3,039	3,369
存货	2,097	2,285	3,384	3,921	4,340	4,818
其他流动资产	3,607	4,893	5,436	4,856	4,887	4,922
流动资产	10,963	12,381	12,789	13,915	14,914	16,051
%总资产	74.2%	73.3%	66.9%	68.1%	69.5%	71.1%
长期投资	640	844	1,301	1,597	1,597	1,597
固定资产	2,341	2,887	3,890	3,816	3,821	3,803
%总资产	15.8%	17.1%	20.4%	18.7%	17.8%	16.8%
无形资产	566	496	709	737	765	792
非流动资产	3,811	4,517	6,317	6,515	6,537	6,536
%总资产	25.8%	26.7%	33.1%	31.9%	30.5%	28.9%
资产总计	14,774	16,898	19,105	20,430	21,451	22,587
短期借款	837	1,120	2,550	2,992	2,531	2,023
应付款项	2,583	3,136	3,514	3,526	3,902	4,332
其他流动负债	465	557	708	668	737	811
流动负债	3,885	4,813	6,772	7,186	7,170	7,167
长期贷款	1,500	1,508	685	685	685	685
其他长期负债	2,009	2,315	642	601	570	547
负债	7,394	8,636	8,099	8,472	8,425	8,399
普通股股东权益	6,774	7,758	10,275	11,106	12,054	13,097
其中：股本	740	740	891	891	891	891
未分配利润	4,594	5,484	6,313	7,159	8,107	9,150
少数股东权益	605	504	732	852	972	1,092
负债股东权益合计	14,774	16,898	19,105	20,430	21,451	22,587

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.222	1.727	1.482	1.584	1.773	1.951
每股净资产	9.152	10.481	11.535	12.469	13.533	14.704
每股经营现金净流	1.041	1.969	0.531	1.283	1.888	2.023
每股股利	0.350	0.400	0.600	0.634	0.709	0.781
回报率						
净资产收益率	13.35%	16.48%	12.84%	12.70%	13.10%	13.27%
总资产收益率	6.12%	7.56%	6.91%	6.91%	7.36%	7.69%
投入资本收益率	7.50%	9.83%	8.55%	8.02%	8.62%	9.09%
增长率						
主营业务收入增长率	1.66%	11.47%	-0.83%	7.84%	10.77%	10.88%
EBIT 增长率	27.66%	47.46%	-1.43%	3.01%	11.52%	9.73%
净利润增长率	42.62%	41.36%	3.25%	6.91%	11.94%	10.06%
总资产增长率	26.96%	14.38%	13.06%	6.93%	5.00%	5.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.7	37.2	45.3	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	57.8	57.7	78.0	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	53.2	52.6	62.3	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	48.2	43.4	69.5	61.0	51.7	43.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-37.18%	-37.37%	-22.02%	-20.67%	-24.50%	-28.14%
EBIT 利息保障倍数	-22.9	170.6	46.0	39.2	76.9	-2,578.7
资产负债率	50.05%	51.11%	42.39%	41.47%	39.28%	37.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	13	22	45
增持	0	0	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.07	1.12	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-04-30	买入	23.41	30.30~33.00
2	2024-08-27	买入	16.01	N/A
3	2024-10-29	买入	18.61	N/A
4	2025-08-26	买入	18.89	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806