

安徽合力 (600761.SH)

短期波动不改长期趋势，基本面向上+新产品重塑估值

事件：安徽合力发布 2025 年三季报，前三季度，公司实现营业总收入 149.34 亿元，同比+10.94%，归母净利润 11.21 亿元，同比-4.88%；单 Q3，公司实现营业总收入 49.67 亿元，同比+7.57%，归母净利润 3.03 亿元，同比-11.84%。

□ 大车复苏龙头受益，基本面趋势明确向上。根据工程机械工业协会，2025 年前三季度，叉车总销量 110.64 万台，同比+13.98%，其中内销销量 69.74 万台，同比+13.13%；出口销量 40.9 万台，同比+15.46%；不含电动步行式仓储车辆（3 类车）的大车（1、2、4、5 类车）已连续 5 个月实现内外销销量双增，叉车行业景气度回升。公司作为行业龙头充分受益于下游需求的景气复苏与结构优化，2025Q1-Q3 单季度收入分别同比+2.05%、+9.89%、+7.57%，保持稳健增长，基本面趋势明确向上。

□ 研发投入影响短期业绩，新品技术储备布局长远。根据公司公告，2025 年 Q1-3，公司毛利率、净利率为 23.81%、8.64%，同比+0.53pct、-1.09pct；单 Q3，公司毛利率、净利率为 24.21%、7.03%，同比+0.79pct、-1.58pct。凭借大车复苏+出海增长，公司业务结构不断优化，驱动毛利率稳步提升；净利率下滑主要系受费用影响：Q3 期间费用率合计 16.76%，同比+1.77pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比+0.15pct、-0.21pct、+1.78pct、+0.05pct。研发费用率增长相对突出，单季净增 1.53 亿元，主要系公司针对 10 月 18 日至 10 月 31 日召开的“2025 合力全球代理商大会”密集推出整车、零部件以及智能物流装备等各类新品，属于一次性、前瞻性费用投入。

展望未来：

- 公司期间费用回归平稳后，在规模化、结构优化驱动下，盈利能力有望持续提升；
- 公司针对代理商大会做足准备，高度重视品牌力打造，全球竞争力有望持续增强；
- 公司凭借控股宇峰智能，技术端与华为深度合作，客户端切入顺丰、京东等物流龙头，与江淮前沿技术研究中心合作成立天枢实验室，聚焦智能物流及特种机器人，已逐步打造出智能物流装备及具身智能新增长曲线。

□ 投资建议：我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 186.52、205.08、225.86 亿元，增速分别为 8%、10%、10%，归母净利润分别为 14.41、16.03、18.05 亿元，增速分别为 9%、11%、13%，对应 PE 分别为 13、11.7、10.4 倍。公司作为叉车龙头，内外需共振下主业基本面明确向上，智能化新品不断推出、存在一定预期差，“国际化+锂电化+智能化”三极驱动下成长天花板不断打开，公司目前估值较低，维持“强烈推荐”的投资评级。

□ 风险提示：宏观经济复苏不及预期、海外业务拓展不及预期、智慧物流新品拓展不及预期、国际贸易摩擦加剧、原材料成本上行等。

强烈推荐（维持）

中游制造/机械

目标估值：NA

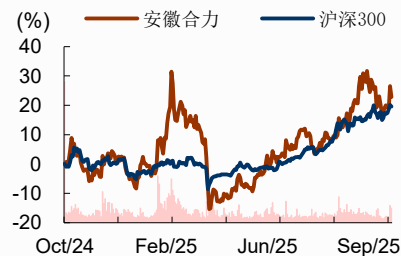
当前股价：21.02 元

基础数据

总股本（百万股）	891
已上市流通股（百万股）	891
总市值（十亿元）	18.7
流通市值（十亿元）	18.7
每股净资产（MRQ）	12.1
ROE（TTM）	12.4
资产负债率	41.0%
主要股东	安徽叉车集团有限责任公司
主要股东持股比例	35.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	42	22
相对表现	-4	18	3



相关报告

- 1、《安徽合力（600761）—内需疲软导致业绩承压，盈利能力维持较高水平》2024-11-03

郭倩倩 S1090525060003

guoqianqian@cmschina.com.cn

高杨洋 S1090525070002

gaoyangyang@cmschina.com.cn

朱鹏丞 研究助理

zhupengcheng1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	17471	17325	18652	20508	22586
同比增长	11%	-1%	8%	10%	10%
营业利润(百万元)	1622	1728	1889	2116	2392
同比增长	41%	7%	9%	12%	13%
归母净利润(百万元)	1278	1320	1441	1603	1805
同比增长	41%	3%	9%	11%	13%
每股收益(元)	1.43	1.48	1.62	1.80	2.03
PE	14.6	14.2	13.0	11.7	10.4
PB	2.4	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12381	12789	13810	14545	15719
现金	2833	1200	1715	1708	2050
交易性投资	4680	4459	4459	4459	4459
应收票据	12	3	3	4	4
应收款项	2046	2251	2424	2665	2935
其它应收款	61	97	104	115	126
存货	2285	3384	3606	3947	4331
其他	464	1395	1500	1648	1814
非流动资产	4517	6317	6402	6474	6534
长期股权投资	453	508	508	508	508
固定资产	2077	3298	3457	3595	3714
无形资产商誉	482	683	614	553	498
其他	1505	1828	1822	1818	1815
资产总计	16898	19105	20212	21019	22253
流动负债	4813	6772	6775	6192	5856
短期借款	530	1233	2305	1340	574
应付账款	3016	3350	3570	3908	4288
预收账款	293	411	438	479	526
其他	974	1778	463	465	468
长期负债	3823	1327	1327	1327	1327
长期借款	1508	685	685	685	685
其他	2315	642	642	642	642
负债合计	8636	8099	8102	7519	7183
股本	740	891	891	891	891
资本公积金	600	2068	2068	2068	2068
留存收益	6418	7316	8223	9393	10718
少数股东权益	504	732	929	1148	1395
归属于母公司所有者权益	7758	10275	11181	12352	13676
负债及权益合计	16898	19105	20212	21019	22253

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1458	473	1684	1789	1966
净利润	1416	1500	1638	1822	2052
折旧摊销	258	315	515	528	539
财务费用	27	47	175	137	84
投资收益	(83)	(181)	(386)	(338)	(306)
营运资金变动	(138)	(1194)	(259)	(360)	(403)
其它	(22)	(13)	0	0	0
投资活动现金流	(1820)	(789)	(214)	(262)	(294)
资本支出	(672)	(841)	(600)	(600)	(600)
其他投资	(1148)	52	386	338	306
筹资活动现金流	(146)	(659)	(954)	(1534)	(1331)
借款变动	(111)	(119)	(245)	(965)	(766)
普通股增加	0	150	0	0	0
资本公积增加	(30)	1468	0	0	0
股利分配	(296)	(444)	(534)	(432)	(481)
其他	291	(1714)	(175)	(137)	(84)
现金净增加额	(508)	(974)	515	(7)	342

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	17471	17325	18652	20508	22586
营业成本	13869	13261	14130	15467	16973
营业税金及附加	111	109	117	129	142
营业费用	707	880	942	1036	1141
管理费用	453	571	616	677	745
研发费用	892	1086	1169	1285	1415
财务费用	8	31	175	137	84
资产减值损失	(49)	(45)	0	0	0
公允价值变动收益	79	49	56	68	68
其他收益	65	155	130	120	108
投资收益	97	181	200	150	130
营业利润	1622	1728	1889	2116	2392
营业外收入	17	22	22	22	22
营业外支出	7	5	5	5	5
利润总额	1632	1745	1905	2132	2409
所得税	217	245	267	310	357
少数股东损益	137	181	197	219	247
归属于母公司净利润	1278	1320	1441	1603	1805

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	11%	-1%	8%	10%	10%
营业利润	41%	7%	9%	12%	13%
归母净利润	41%	3%	9%	11%	13%
获利能力					
毛利率	20.6%	23.5%	24.2%	24.6%	24.9%
净利率	7.3%	7.6%	7.7%	7.8%	8.0%
ROE	17.6%	14.6%	13.4%	13.6%	13.9%
ROIC	13.6%	11.8%	11.9%	12.4%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	51.1%	42.4%	40.1%	35.8%	32.3%
净负债比率	15.6%	16.9%	14.8%	9.6%	5.7%
流动比率	2.6	1.9	2.0	2.3	2.7
速动比率	2.1	1.4	1.5	1.7	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0
存货周转率	6.3	4.7	4.0	4.1	4.1
应收账款周转率	9.7	8.0	8.0	8.0	8.1
应付账款周转率	5.0	4.2	4.1	4.1	4.1
每股资料(元)					
EPS	1.43	1.48	1.62	1.80	2.03
每股经营净现金	1.64	0.53	1.89	2.01	2.21
每股净资产	8.71	11.54	12.55	13.87	15.35
每股股利	0.50	0.60	0.49	0.54	0.61
估值比率					
PE	14.6	14.2	13.0	11.7	10.4
PB	2.4	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	14.0	12.8	10.1	9.4	8.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。