



# 安徽合力 (600761.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 海外表现亮眼、电动化持续

### 业绩简评

3月30日，公司发布25年报，25年营收198.19亿元，同比增11.35%；归母净利润12.25亿元，同比降8.50%；整体符合预期。

### 经营分析

**海外成核心增长引擎、电动化高端化提速。**25年海外收入87.08亿元，同比增20.17%，占总收入44%；出口销量15.12万台，同比增19.62%。欧洲、南美、中东非洲等市场快速增长，北美降幅收窄。国内收入107.65亿、同比增4.45%，保持韧性。公司电动化转型加速，电动叉车销量占比达70.15%，同比+5.04pct，销量增24.93%，高价值电动车型增长突出。同时发力大吨位高端产品，推出55t锂电叉车、70t国产叉车，填补国内技术空白，推动产品附加值与盈利水平提升。

**盈利能力稳健、现金流表现较好。**25年公司毛利率23.55%（同比+0.09pct）、净利率7.29%（同比-1.37pct），其中海外毛利率30.10%（同比+4.27pct），显著高于国内17.82%，对冲国内竞争压力。Q4毛利率22.73%（环比-1.48pct）、净利率3.15%（环比-3.88pct），受人民币升值、费用集中投放拖累。三项费用率15.34%（同比+0.52pct）。经营现金流净额16.21亿元（同比+207.93%），创近年新高。

**主业稳健增长，智能物流第二曲线增长加速。**

智能物流业务高速增长，25年收入同比增69%，订单量同比+45%。展望26年，公司目标实现收入218亿元、利润总额18.5亿元，接近双十增长目标。

### 盈利预测、估值与评级

公司在海外份额持续提升，国内市场体现了公司的经营韧性。预计公司2026-2028年归母净利润13.78/16.28/19.32亿元，公司股票现价对应PE估值为12/10/9倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

人民币汇率波动；国内需求不及预期；海外需求不及预期。

### 机械组

分析师：秦亚男 (执业 S1130522030005)

qinyanan@gjzq.com.cn

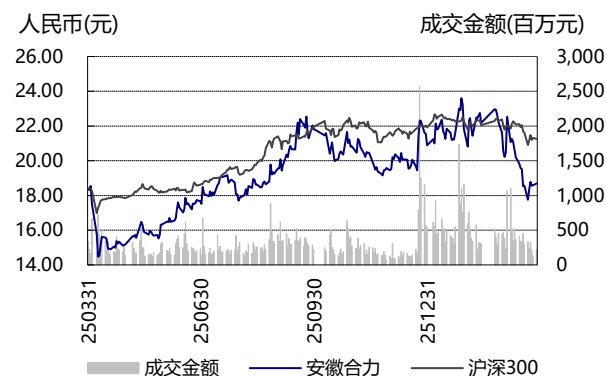
分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：18.69 元

### 相关报告：

- 《安徽合力深度报告：海外需求上行，智能化打造第二增长极》，2025.12.27
- 《安徽合力公司点评：业绩低于预期，布局人形机器人业务》，2025.10.28
- 《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



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	17,325	19,819	21,810	24,421	27,468
营业收入增长率	-0.83%	14.39%	10.05%	11.97%	12.48%
归母净利润(百万元)	1,320	1,225	1,378	1,628	1,932
归母净利润增长率	3.25%	-7.20%	12.49%	18.14%	18.68%
摊薄每股收益(元)	1.482	1.375	1.547	1.827	2.169
每股经营性现金流净额	0.53	1.82	2.02	2.33	2.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.84%	11.30%	11.81%	12.88%	14.00%
P/E	11.91	15.19	12.08	10.23	8.62
P/B	1.53	1.72	1.43	1.32	1.21

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)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>主营业务收入</b>	<b>17,471</b>	<b>17,325</b>	<b>19,819</b>	<b>21,810</b>	<b>24,421</b>	<b>27,468</b>
增长率		-0.8%	14.4%	10.0%	12.0%	12.5%
主营业务成本	-13,869	-13,261	-15,152	-16,614	-18,509	-20,714
%销售收入	79.4%	76.5%	76.5%	76.2%	75.8%	75.4%
毛利	3,601	4,064	4,667	5,197	5,911	6,754
%销售收入	20.6%	23.5%	23.5%	23.8%	24.2%	24.6%
营业税金及附加	-111	-109	-134	-153	-171	-192
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-707	-880	-1,096	-1,200	-1,343	-1,511
%销售收入	4.0%	5.1%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用	-453	-571	-634	-698	-781	-879
%销售收入	2.6%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用	-892	-1,086	-1,325	-1,461	-1,661	-1,868
%销售收入	5.1%	6.3%	6.7%	6.7%	6.8%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	1,439	1,418	1,479	1,685	1,955	2,304
%销售收入	8.2%	8.2%	7.5%	7.7%	8.0%	8.4%
财务费用	-8	-31	14	7	42	73
%销售收入	0.0%	0.2%	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-52	-50	-53	-24	-10	-4
公允价值变动收益	79	49	32	0	0	0
投资收益	97	181	99	100	100	100
%税前利润	6.0%	10.4%	5.8%	5.3%	4.5%	3.9%
营业利润	1,622	1,728	1,700	1,889	2,208	2,593
营业利润率	9.3%	10.0%	8.6%	8.7%	9.0%	9.4%
营业外收支	10	17	2	0	0	0
税前利润	1,632	1,745	1,702	1,889	2,208	2,593
利润率	9.3%	10.1%	8.6%	8.7%	9.0%	9.4%
所得税	-217	-245	-258	-264	-309	-363
所得税率	13.3%	14.0%	15.2%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,416	1,500	1,444	1,624	1,899	2,230
少数股东损益	137	181	219	247	271	298
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,278</b>	<b>1,320</b>	<b>1,225</b>	<b>1,378</b>	<b>1,628</b>	<b>1,932</b>
净利率	7.3%	7.6%	6.2%	6.3%	6.7%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,416	1,500	1,444	1,624	1,899	2,230
少数股东损益	137	181	219	247	271	298
非现金支出	342	414	536	529	525	529
非经营收益	-160	-200	-180	-65	-77	-82
营运资金变动	-140	-1,241	-178	-290	-275	-320
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,458</b>	<b>473</b>	<b>1,621</b>	<b>1,798</b>	<b>2,071</b>	<b>2,357</b>
资本开支	-669	-839	-768	-201	-185	-185
投资	-1,321	-247	1,922	512	0	0
其他	169	298	181	100	100	100
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,820</b>	<b>-789</b>	<b>1,336</b>	<b>411</b>	<b>-85</b>	<b>-85</b>
股权募资	0	44	75	0	0	0
债权募资	260	417	-1,648	-437	-209	0
其他	-405	-1,119	-1,085	-586	-674	-791
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-146</b>	<b>-659</b>	<b>-2,657</b>	<b>-1,023</b>	<b>-883</b>	<b>-791</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-514</b>	<b>-934</b>	<b>323</b>	<b>1,186</b>	<b>1,103</b>	<b>1,481</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,833	1,200	1,636	2,785	3,861	5,323
应收款项	2,370	2,769	3,590	3,528	3,944	4,436
存货	2,285	3,384	3,586	3,641	4,057	4,540
其他流动资产	4,893	5,436	3,828	3,810	3,836	3,865
流动资产	12,381	12,789	12,641	13,765	15,698	18,164
%总资产	73.3%	66.9%	63.7%	68.3%	72.2%	76.1%
长期投资	844	1,301	1,325	814	814	814
固定资产	2,887	3,890	4,748	4,430	4,101	3,761
%总资产	17.1%	20.4%	23.9%	22.0%	18.9%	15.8%
无形资产	496	709	737	744	752	760
非流动资产	4,517	6,317	7,217	6,379	6,049	5,709
%总资产	26.7%	33.1%	36.3%	31.7%	27.8%	23.9%
<b>资产总计</b>	<b>16,898</b>	<b>19,105</b>	<b>19,858</b>	<b>20,144</b>	<b>21,747</b>	<b>23,873</b>
短期借款	1,120	2,550	1,141	704	495	495
应付款项	3,136	3,514	4,600	4,343	4,839	5,416
其他流动负债	557	708	830	774	870	982
流动负债	4,813	6,772	6,571	5,822	6,204	6,892
长期贷款	1,508	685	573	573	573	573
其他长期负债	2,315	642	822	784	758	738
负债	8,636	8,099	7,966	7,179	7,534	8,203
<b>普通股股东权益</b>	<b>7,758</b>	<b>10,275</b>	<b>10,835</b>	<b>11,661</b>	<b>12,638</b>	<b>13,797</b>
其中：股本	740	891	891	891	891	891
未分配利润	5,484	6,313	6,839	7,666	8,642	9,801
少数股东权益	504	732	1,057	1,303	1,575	1,873
<b>负债股东权益合计</b>	<b>16,898</b>	<b>19,105</b>	<b>19,858</b>	<b>20,144</b>	<b>21,747</b>	<b>23,873</b>

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.727	1.482	1.375	1.547	1.827	2.169
每股净资产	10.481	11.535	12.165	13.093	14.189	15.490
每股经营现金净流	1.969	0.531	1.820	2.019	2.325	2.646
每股股利	0.350	0.400	0.600	0.619	0.731	0.867
<b>回报率</b>						
净资产收益率	16.48%	12.84%	11.30%	11.81%	12.88%	14.00%
总资产收益率	7.56%	6.91%	6.17%	6.84%	7.48%	8.09%
投入资本收益率	9.83%	8.55%	9.20%	10.16%	10.99%	11.82%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	11.47%	-0.83%	14.39%	10.05%	11.97%	12.48%
EBIT 增长率	47.46%	-1.43%	4.27%	13.97%	16.03%	17.84%
净利润增长率	41.36%	3.25%	-7.20%	12.49%	18.14%	18.68%
总资产增长率	14.38%	13.06%	3.94%	1.44%	7.96%	9.78%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	37.2	45.3	49.1	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	57.7	78.0	84.0	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	52.6	62.3	63.2	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	43.4	69.5	77.4	64.2	51.7	40.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-37.37%	-22.02%	-22.94%	-33.27%	-39.40%	-45.06%
EBIT 利息保障倍数	170.6	46.0	-106.0	-231.8	-46.5	-31.6
资产负债率	51.11%	42.39%	40.11%	35.64%	34.65%	34.36%

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	0	3	5	10	30
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究