

安徽合力（600761）

2025 年报点评：海外营收+20%，利润阶段性受智能物流板块拓展影响

买入（维持）

2026 年 03 月 31 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 韦译捷

执业证书：S0600524080006
weiyj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 17,798 | 19,819 | 21,918 | 24,333 | 27,109 |
| 同比（%） | 3.74 | 11.35 | 10.60 | 11.02 | 11.41 |
| 归母净利润（百万元） | 1,338 | 1,225 | 1,344 | 1,496 | 1,717 |
| 同比（%） | 1.61 | (8.50) | 9.73 | 11.36 | 14.76 |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 1.50 | 1.37 | 1.51 | 1.68 | 1.93 |
| P/E（现价&最新摊薄） | 12.44 | 13.59 | 12.39 | 11.12 | 9.69 |

股价走势



投资要点

■ 海外营收同比+20%领涨，利润阶段性受智能物流影响

2025 年公司实现营业收入 198 亿元，同比增长 11%，归母净利润 12.2 亿元，同比下降 9%，扣非归母净利润 10.4 亿元，同比增长 0.2%。分区域，2025 年公司国内/海外分别实现营收 108/87 亿元，同比分别增长 4%/20%，海外市场为核心驱动力。2025 年公司归母净利润略低于预期，主要系①智能物流板块处在业务拓展期，②政府补助等其他收益、交易性金融资产等投资收益减少，合计减少约 1.1 亿元。

■ 外销占比提升下毛利率维持稳定

2025 年公司销售毛利率 23.5%，同比增长 0.2pct，销售净利率 7.3%，同比下降 1.3pct，净利率下降主要系其他收益（政府补助等）与投资收益（交易性金融资产收益）减少（影响净利率-0.8pct）和费用率增加（影响净利率-0.6pct）。分区域，国内/海外毛利率分别为 17.8%/30.1%，同比分别变动 -3.5/+4.3pct，内销受到竞争加剧影响。2025 年公司期间费用率 15.3%，同比提升 0.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.5%/3.2%/6.7%/-0.1%，同比分别变动+0.5/-0.2/+0.5/-0.2pct，智能物流板块拓展，销售、研发费用增长较快。

■ 2026 年外销仍为主要驱动力，关注公司智能物流板块进展

2025 年叉车行业销量 145 万台，同比增长 13%，内外均衡增长，合力叉车总销量 39 万台，同比增长 16%，其中出口 15 万台，同比增长 20%，较行业具备 α 。展望 2026 年，内销低基数下保持稳健、海外美欧去库结束、高油价下中国锂电叉车性价比凸显、份额提升与 β 修复共振，公司叉车主业有望保持稳健增长。同时，公司顺应制造业、物流业无人化大趋势，前瞻布局，与华为成立“天工实验室”、与江淮前沿中心成立“天枢实验室”。2025 年智能物流营收同比增长 69%，全年接单同比增长 45%，后续具身搬运机器人新品与订单落地，将对公司业绩和估值持续产生催化。

■ 盈利预测与投资评级：

公司智能物流板块将逐步盈利兑现业绩，打造第二成长曲线，打开成长空间。但考虑到①该板块还在成长阶段，研发、销售费用为刚性支出，②2026 汇率、原材料价格波动较大，出于谨慎性考虑，我们调整 2026-2028 年公司归母净利润为 13.4（原值 15.2）/ 15.0（原值 16.4）/ 17.2 亿元，当前市值对应 PE 分别为 12/11/10X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：竞争格局恶化、地缘政治冲突、原材料价格上涨

市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 18.02 |
| 一年最低/最高价 | 14.31/24.39 |
| 市净率(倍) | 1.48 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 16,050.28 |
| 总市值(百万元) | 16,050.28 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 12.16 |
| 资产负债率(% ,LF) | 40.11 |
| 总股本(百万股) | 890.69 |
| 流通 A 股(百万股) | 890.69 |

相关研究

《安徽合力(600761)：2025 年三季度报点评：Q3 营收同比+8%，研发费用计提影响利润增速》

2025-10-29

《安徽合力(600761)：2025 半年报点评：Q2 归母净利润同比+10%，海外市场+战略新兴板块拓展顺利》

2025-08-26

安徽合力三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 流动资产 | 12,641 | 14,001 | 15,874 | 20,058 | 营业总收入 | 19,819 | 21,918 | 24,333 | 27,109 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 4,442 | 5,776 | 6,949 | 10,228 | 营业成本(含金融类) | 15,152 | 17,051 | 18,924 | 21,027 |
| 经营性应收款项 | 3,678 | 3,537 | 3,927 | 4,375 | 税金及附加 | 134 | 132 | 146 | 163 |
| 存货 | 3,586 | 3,866 | 4,169 | 4,619 | 销售费用 | 1,096 | 1,128 | 1,263 | 1,415 |
| 合同资产 | 51 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 634 | 653 | 718 | 790 |
| 其他流动资产 | 883 | 822 | 829 | 837 | 研发费用 | 1,325 | 1,364 | 1,501 | 1,651 |
| 非流动资产 | 7,217 | 7,062 | 6,833 | 6,535 | 财务费用 | (14) | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 467 | 467 | 467 | 467 | 加:其他收益 | 134 | 197 | 219 | 244 |
| 固定资产及使用权资产 | 4,390 | 4,235 | 4,006 | 3,708 | 投资净收益 | 99 | 110 | 122 | 136 |
| 在建工程 | 544 | 544 | 544 | 544 | 公允价值变动 | 32 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 641 | 641 | 641 | 641 | 减值损失 | (53) | (38) | (38) | (38) |
| 商誉 | 68 | 68 | 68 | 68 | 资产处置收益 | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 27 | 27 | 27 | 27 | 营业利润 | 1,700 | 1,860 | 2,083 | 2,405 |
| 其他非流动资产 | 1,079 | 1,079 | 1,079 | 1,079 | 营业外净收支 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 19,858 | 21,063 | 22,708 | 26,593 | 利润总额 | 1,702 | 1,860 | 2,083 | 2,405 |
| 流动负债 | 6,571 | 6,738 | 7,245 | 9,815 | 减:所得税 | 258 | 279 | 313 | 361 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 1,141 | 1,141 | 1,141 | 1,141 | 净利润 | 1,444 | 1,581 | 1,771 | 2,044 |
| 经营性应付款项 | 4,398 | 4,499 | 4,889 | 5,374 | 减:少数股东损益 | 219 | 237 | 274 | 327 |
| 合同负债 | 474 | 548 | 608 | 678 | 归属母公司净利润 | 1,225 | 1,344 | 1,496 | 1,717 |
| 其他流动负债 | 557 | 550 | 607 | 2,623 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.37 | 1.51 | 1.68 | 1.93 |
| 非流动负债 | 1,395 | 1,395 | 1,395 | 1,395 | EBIT | 1,560 | 1,860 | 2,083 | 2,405 |
| 长期借款 | 573 | 573 | 573 | 573 | EBITDA | 2,043 | 2,315 | 2,562 | 2,903 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 23.55 | 22.21 | 22.23 | 22.44 |
| 租赁负债 | 135 | 135 | 135 | 135 | 归母净利率(%) | 6.18 | 6.13 | 6.15 | 6.33 |
| 其他非流动负债 | 687 | 687 | 687 | 687 | 收入增长率(%) | 11.35 | 10.60 | 11.02 | 11.41 |
| 负债合计 | 7,966 | 8,133 | 8,640 | 11,210 | 归母净利润增长率(%) | (8.50) | 9.73 | 11.36 | 14.76 |
| 归属母公司股东权益 | 10,835 | 11,636 | 12,499 | 13,487 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,057 | 1,294 | 1,569 | 1,896 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 11,892 | 12,930 | 14,068 | 15,383 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 19,858 | 21,063 | 22,708 | 26,593 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|------------|---------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 经营活动现金流 | 1,621 | 2,137 | 2,004 | 4,142 | 每股净资产(元) | 12.16 | 13.06 | 14.03 | 15.14 |
| 投资活动现金流 | 1,336 | (190) | (128) | (64) | 最新发行在外股份(百万股) | 891 | 891 | 891 | 891 |
| 筹资活动现金流 | (2,657) | (636) | (703) | (799) | ROIC(%) | 9.34 | 11.09 | 11.54 | 12.33 |
| 现金净增加额 | 323 | 1,334 | 1,173 | 3,279 | ROE-摊薄(%) | 11.30 | 11.55 | 11.97 | 12.73 |
| 折旧和摊销 | 482 | 455 | 479 | 498 | 资产负债率(%) | 40.11 | 38.61 | 38.05 | 42.16 |
| 资本开支 | (768) | (300) | (250) | (200) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 13.59 | 12.39 | 11.12 | 9.69 |
| 营运资本变动 | (178) | 123 | (212) | 1,648 | P/B(现价) | 1.54 | 1.43 | 1.33 | 1.23 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>