

公司研究

海外营收稳健增长，智能物流业务打开第二增长曲线

——安徽合力（600761.SH）2025 年年报点评

要点

营收稳健增长，归母扣非净利润实现正增长

安徽合力 2025 年实现营业收入 198.2 亿元，同比增长 11.4%（调整后）；归母净利润 12.2 亿元，同比下降 8.5%（调整后）；归母扣非净利润为 10.4 亿元，同比增长 0.2%（调整后）。毛利率为 23.5%，同比上升 0.2 个百分点（调整后）；净利率为 7.3%，同比下降 1.3 个百分点（调整后）。

电动化转型成果显著，公司有望持续受益

2025 年公司叉车销量达 39.5 万台，同比增长 16.0%；其中国内市场销量达 24.3 万台，同比增长 13.8%，持续保持国内市场占有率第一；从车型结构来看，2025 年公司电动产品销量同比增长 24.9%，销量占比提升至 70.2%，较 2024 年末提升 5 个百分点，电动化转型成果显著。随着叉车电动化的加速推进，公司作为国内叉车龙头有望持续受益。

持续完善国际化布局，海外销量表现亮眼

2025 年公司海外营收 87.1 亿元，同比增长 20.2%；海外叉车销量达 15.1 万台，同比增长 19.6%；全球代理商网络扩展至 400 余家，在 30 余个海外国家和地区的市场占有率保持第一。公司持续完善国际化运营体系，已建成覆盖欧洲、北美、东南亚等地的八个海外中心，投入运营首个海外研发中心并设立首个海外制造基地，未来公司海外营收有望持续增长。

深度布局智能物流赛道，未来有望打开第二增长曲线

2025 年公司智能物流业务营收同比增长 69%，全年签单额同比增长 45%，实现大幅提升。公司加大智能技术领域研发力度，与华为共建“天工实验室”，与江淮前沿中心共建“天枢实验室”，着力将具身搬运机器人培育为新主业。2026 年政府工作报告提出要推动重点行业领域人工智能商业化规模化应用，我们认为智能物流行业将率先实现突破，公司深度布局智能物流赛道有望深度受益。

维持“买入”评级

公司在智能物流研发领域投入较大，或对盈利能力造成短期压制，我们下调公司 26-27 年归母净利润预测 15.5%/14.9%至 13.5/15.4 亿元，引入 28 年归母净利润预测 17.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.52/1.73/1.99 元。公司有望深度受益于叉车行业国际化、锂电化进程，同时智能物流有望为公司打造新增长曲线，维持公司“买入”评级。

风险提示：上游原材料价格波动的风险；扩产进度不及预期的风险；海外市场拓展不及预期的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	17,325	19,819	21,895	24,069	26,326
营业收入增长率	-0.83%	14.39%	10.48%	9.93%	9.38%
归母净利润（百万元）	1,320	1,225	1,355	1,542	1,769
归母净利润增长率	3.25%	-7.20%	10.63%	13.80%	14.75%
EPS（元）	1.48	1.37	1.52	1.73	1.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.84%	11.30%	11.54%	12.08%	12.69%
P/E	12	13	11	10	9
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-03

买入（维持）

当前价：17.30 元

作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebsecn.com

分析师：汲萌

执业证书编号：S0930524010002

021-52523859

jimeng@ebsecn.com

分析师：夏天宇

执业证书编号：S0930525070006

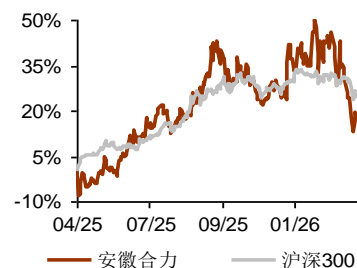
021-52523805

xiatianyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.91
总市值(亿元):	154.09
一年最低/最高(元):	13.72/24.39
近 3 月换手率:	148.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-18.47	-10.32	-14.00
绝对	-23.18	-17.62	9.72

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	17,325	19,819	21,895	24,069	26,326
营业成本	13,261	15,152	16,793	18,408	20,071
折旧和摊销	305	399	571	592	616
税金及附加	109	134	153	193	237
销售费用	880	1,096	1,215	1,324	1,435
管理费用	571	634	690	746	803
研发费用	1,086	1,325	1,445	1,564	1,685
财务费用	31	-14	49	36	27
投资收益	181	99	105	110	115
营业利润	1,728	1,700	1,750	1,975	2,247
利润总额	1,745	1,702	1,762	1,986	2,257
所得税	245	258	267	301	343
净利润	1,500	1,444	1,495	1,684	1,914
少数股东损益	181	219	140	143	145
归属母公司净利润	1,320	1,225	1,355	1,542	1,769
EPS(元)	1.48	1.37	1.52	1.73	1.99

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	473	1,621	1,500	1,660	1,844
净利润	1,320	1,225	1,355	1,542	1,769
折旧摊销	305	399	571	592	616
净营运资金增加	1,716	109	764	762	827
其他	-2,867	-111	-1,190	-1,235	-1,368
投资活动产生现金流	-789	1,336	-812	-674	-672
净资本支出	-839	-768	-730	-730	-730
长期投资变化	508	467	-53	-55	-58
其他资产变化	-458	1,637	-30	111	116
融资活动现金流	-659	-2,657	303	-725	-902
股本变化	150	0	0	0	0
债务净变化	-1,191	-1,521	777	-188	-308
无息负债变化	654	1,388	570	831	900
净现金流	-934	323	991	261	271

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	23.5%	23.5%	23.3%	23.5%	23.8%
EBITDA 率	11.0%	10.3%	10.1%	10.4%	10.6%
EBIT 率	9.2%	8.2%	7.5%	7.9%	8.3%
税前净利润率	10.1%	8.6%	8.0%	8.3%	8.6%
归母净利润率	7.6%	6.2%	6.2%	6.4%	6.7%
ROA	7.9%	7.3%	6.7%	7.0%	7.4%
ROE (摊薄)	12.8%	11.3%	11.5%	12.1%	12.7%
经营性 ROIC	14.6%	13.6%	12.4%	13.4%	14.2%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	42%	40%	42%	41%	41%
流动比率	1.89	1.92	1.84	1.90	1.97
速动比率	1.39	1.38	1.32	1.34	1.38
归母权益/有息债务	3.18	6.32	4.72	5.54	6.99
有形资产/有息债务	5.66	11.08	8.61	10.11	12.66

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	19,105	19,858	22,254	24,058	25,975
货币资金	1,200	1,636	2,627	2,888	3,159
交易性金融资产	4,459	2,806	2,806	2,856	2,906
应收账款	2,251	3,084	3,724	4,299	4,923
应收票据	3	12	22	29	37
其他应收款 (合计)	97	122	88	108	132
存货	3,384	3,586	4,183	4,770	5,402
其他流动资产	690	656	759	890	1,048
流动资产合计	12,789	12,641	14,772	16,392	18,145
其他权益工具	161	227	227	227	227
长期股权投资	508	467	519	574	632
固定资产	3,298	4,204	4,113	4,054	4,007
在建工程	592	544	775	949	1,079
无形资产	618	641	589	544	504
商誉	65	68	68	68	68
其他非流动资产	104	86	149	149	149
非流动资产合计	6,317	7,217	7,482	7,666	7,829
总负债	8,099	7,966	9,312	9,956	10,547
短期借款	1,233	646	617	430	121
应付账款	2,386	2,858	3,191	3,682	4,215
应付票据	964	1,540	1,847	2,117	2,409
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	26	34	38	42	47
流动负债合计	6,772	6,571	8,024	8,644	9,212
长期借款	685	573	573	573	573
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	249	288	309	331	353
非流动负债合计	1,327	1,395	1,289	1,311	1,335
股东权益	11,006	11,892	12,942	14,103	15,428
股本	891	891	891	891	891
公积金	3,106	3,011	3,011	3,011	3,011
未分配利润	6,313	6,839	7,749	8,767	9,947
归属母公司权益	10,275	10,835	11,745	12,763	13,943
少数股东权益	732	1,057	1,197	1,339	1,484

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	5.08%	5.53%	5.55%	5.50%	5.45%
管理费用率	3.30%	3.20%	3.15%	3.10%	3.05%
财务费用率	0.18%	-0.07%	0.22%	0.15%	0.10%
研发费用率	6.27%	6.68%	6.60%	6.50%	6.40%
所得税率	14%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.60	0.50	0.59	0.66	0.75
每股经营现金流	0.53	1.82	1.68	1.86	2.07
每股净资产	11.54	12.16	13.19	14.33	15.65
每股销售收入	19.45	22.25	24.58	27.02	29.56

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	12	13	11	10	9
PB	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.4	8.2	7.6	6.7	6.0
股息率	3.5%	2.9%	3.4%	3.8%	4.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼