

安徽合力 (600761.SH)

强烈推荐 (维持)

海外业务表现亮眼，前瞻投入筑牢长期优势

事件：安徽合力发布 2025 年年报，公司实现营业总收入 198.19 亿元，同比 +14.39%，归母净利润 12.25 亿元，同比 -7.2%。单 Q4，公司实现营业总收入 48.85 亿元，同比 +24.72%，归母净利润 1.03 亿元，同比 -52.57%。

□ 海外增长良好，龙头地位稳固。2025 年，叉车行业总销量 145.18 万台，同比 +12.93%，其中内销同比 +12.64%，出口同比 +13.41%。从公司销量来看，全年实现整车销量 39.45 万台，同比 +15.95%，其中内销同比 +13.78%，出口同比 +19.62%，表现超越行业、份额稳步提升。从公司收入来看，公司内外销收入分别为 107.65、87.08 亿元，同比 +4.45%、+20.17%，海外收入占比超 40%，国际化战略纵深推进。公司收入增速超越销量增速主要系产品结构优化驱动：公司坚定推动电动化转型，电动产品销量占比提升至 70.15%，较上年末提高约 5%，高附加值产品占比提升。

□ 盈利结构短期承压，前瞻投入筑牢长期优势。2025 年，公司毛利率 23.55%，同比 +0.09pct，盈利能力保持稳健，主要得益于高毛利率的海外业务及高附加值的锂电大车带来的结构优化；公司净利率 7.29%，同比 -1.37pct，主要系公司投资收益下降和费用投入加大。2025 年，公司期间费用率合计 15.34%，同比 +0.51pct，其中销售费用率同比 +0.45pct，公司深化营销体系改革和全球渠道建设；研发费用率 +0.41%，公司持续加大对智能物流、新能源及高端零部件等领域的投入，属于前瞻性布局；公司投资收益同比 -45.63%，主要系股权投资与理财收益有所下降。

□ 展望未来：

- 主业稳健，出海势头不减：公司制定 2026 年经营目标为力争实现营收约 218 亿元，同比 +10%，利润总额约 18.5 亿元，同比 +8.70%，期间费用控制在约 32 亿元，对应费用率 14.68%，同比 -0.66pct。随着泰国制造基地等海外布局逐步落地，全球化进程有望持续贡献核心增长；
- 智能物流打造第二曲线：公司智能物流业务发展迅速，2025 年营收同比 +69%，签单额同比 +45%。公司与华为、江淮前沿中心分别成立“天工实验室”和“天枢实验室”，聚焦智能物流及具身搬运机器人，着力打造新增长曲线；

□ 投资建议：我们预计公司 2026-2027 年营业总收入分别为 219.63、241.69、267.12 亿元，增速分别为 11%、10%、11%，归母净利润分别为 13.81、15.46、17.4 亿元，增速分别为 13%、12%、13%，对应 PE 分别为 11.2、10、8.9 倍。公司作为叉车龙头，主业基本面向上，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。

中游制造/机械

目标估值：NA

当前股价：17.41 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)	15.5
流通市值 (十亿元)	15.5
每股净资产 (MRQ)	12.2
ROE (TTM)	11.3
资产负债率	40.1%
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	-23	-20	20
相对表现	-22	-17	-4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《安徽合力 (600761) —短期波动不改长期趋势，基本面向上+新产品重塑估值》2025-10-28
- 2、《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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	17325	19819	21963	24169	26712
同比增长	-1%	14%	11%	10%	11%
营业利润(百万元)	1728	1700	1920	2152	2424
同比增长	7%	-2%	13%	12%	13%
归母净利润(百万元)	1320	1225	1381	1546	1740
同比增长	3%	-7%	13%	12%	13%
每股收益(元)	1.48	1.37	1.55	1.74	1.95
PE	11.8	12.7	11.2	10.0	8.9
PB	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	12789	12641	13570	14631	15855
现金	1200	1636	1692	1857	2046
交易性投资	4459	2806	2806	2806	2806
应收票据	3	12	13	14	16
应收款项	2251	3084	3418	3761	4157
其它应收款	97	122	135	148	164
存货	3384	3586	3961	4345	4788
其他	1395	1395	1545	1699	1877
非流动资产	6317	7217	7946	8593	9168
长期股权投资	508	467	467	467	467
固定资产	3298	4204	5009	5724	6360
无形资产商誉	683	710	639	575	517
其他	1828	1837	1831	1827	1823
资产总计	19105	19858	21516	23224	25022
流动负债	6772	6571	7135	7435	7645
短期借款	1233	646	1192	967	571
应付账款	3350	4398	4858	5329	5873
预收账款	411	474	524	575	633
其他	1778	1052	561	565	569
长期负债	1327	1395	1395	1395	1395
长期借款	685	573	573	573	573
其他	642	822	822	822	822
负债合计	8099	7966	8530	8830	9040
股本	891	891	891	891	891
资本公积金	2068	1879	1879	1879	1879
留存收益	7316	8065	8912	10043	11319
少数股东权益	732	1057	1304	1581	1893
归属于母公司所有者权益	10275	10835	11682	12813	14089
负债及权益合计	19105	19858	21516	23224	25022

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	473	1621	1586	1848	2081
净利润	1500	1444	1628	1823	2051
折旧摊销	315	410	544	625	698
财务费用	47	(10)	39	35	25
投资收益	(181)	(99)	(264)	(264)	(264)
营运资金变动	(1194)	(82)	(360)	(371)	(428)
其它	(13)	(42)	0	0	0
投资活动现金流	(789)	1336	(1008)	(1008)	(1008)
资本支出	(841)	(771)	(1273)	(1273)	(1273)
其他投资	52	2106	264	264	264
筹资活动现金流	(659)	(2657)	(522)	(675)	(884)
借款变动	(119)	(2037)	51	(226)	(396)
普通股增加	150	0	0	0	0
资本公积增加	1468	(188)	0	0	0
股利分配	(444)	(623)	(534)	(414)	(464)
其他	(1714)	192	(39)	(35)	(25)
现金净增加额	(974)	300	56	165	189

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	17325	19819	21963	24169	26712
营业成本	13261	15152	16735	18358	20230
营业税金及附加	109	134	148	163	180
营业费用	880	1096	1214	1336	1477
管理费用	571	634	703	773	855
研发费用	1086	1325	1468	1616	1785
财务费用	31	(14)	39	35	25
资产减值损失	(45)	(56)	0	0	0
公允价值变动收益	49	32	32	32	32
其他收益	155	134	134	134	134
投资收益	181	99	99	99	99
营业利润	1728	1700	1920	2152	2424
营业外收入	22	9	9	9	9
营业外支出	5	7	7	7	7
利润总额	1745	1702	1922	2154	2426
所得税	245	258	294	331	375
少数股东损益	181	219	247	277	312
归属于母公司净利润	1320	1225	1381	1546	1740

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-1%	14%	11%	10%	11%
营业利润	7%	-2%	13%	12%	13%
归母净利润	3%	-7%	13%	12%	13%
获利能力					
毛利率	23.5%	23.5%	23.8%	24.0%	24.3%
净利率	7.6%	6.2%	6.3%	6.4%	6.5%
ROE	14.6%	11.6%	12.3%	12.6%	12.9%
ROIC	11.8%	10.2%	11.6%	12.0%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	42.4%	40.1%	39.6%	38.0%	36.1%
净负债比率	16.9%	8.6%	8.2%	6.6%	4.6%
流动比率	1.9	1.9	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转率	4.7	4.3	4.4	4.4	4.4
应收账款周转率	8.0	7.4	6.7	6.7	6.7
应付账款周转率	4.2	3.9	3.6	3.6	3.6
每股资料(元)					
EPS	1.48	1.37	1.55	1.74	1.95
每股经营净现金	0.53	1.82	1.78	2.07	2.34
每股净资产	11.54	12.16	13.12	14.39	15.82
每股股利	0.60	0.60	0.47	0.52	0.59
估值比率					
PE	11.8	12.7	11.2	10.0	8.9
PB	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.7	11.6	9.5	8.4	7.5

资料来源：公司数据、招商证券

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。