

# 盈利能力持续提升，看好叉车龙头成长动力

**安徽合力 2023 年一季报点评**
**核心观点**
**事件：**公司发布 2023 年一季报。

- **业绩继续保持较好增长态势，盈利能力持续提升。**23Q1 公司实现营收 41.52 亿元，同比+5.21%，环比+11.49%；实现归母净利润 2.63 元，同比+35.61%，环比+20.32%；实现毛利率/净利率 18.34/6.87%，同比+2.87/+1.62pct，环比+0.11/+0.12pct；期间费用率为 10.81%，同比+0.95pct，环比+0.23pct，期间费用率的增长主要由研发费用率提升所贡献。
- **产品结构改善，电动叉车销量增长。**2022 年公司实现总销量 26.08 万台，同比-5.08%；其中内销 18.30 万台，同比-13.25%，出口 7.78 万台，同比+21.91%。分车型来看，I 类车销量 2.78 万台，同比+22.18%，其中 I 类锂电产品销量同比+60.49%；II 类车销量 0.24 万台，同比+18.03%；III 类车销量 10.27 万台，同比+0.89%；IV/V 类车销量 12.79 万台，同比-13.69%。2022 年公司销售产品的整体电动化率为 50.96%，平衡重叉车电动化率为 17.85%。随着叉车电动化进程的持续推进，我们预计未来叉车整体电动化率尤其是平衡重叉车电动化率将进一步提升。
- **公司业绩快速增长，未来需求复苏、电动化、全球化为叉车龙头加注成长动力。**2022 年公司营收增速优于销量增速，净利润增速显著优于营收增速，且 23Q1 继续延续此趋势，我们认为原因主要有：1) 产品结构的调整，I 类车尤其是 I 类锂电叉车销量的大幅增长；2) 原材料价格高位下行，缓解成本压力；3) 公司出口保持高增，外汇因素增厚公司利润，同时 I 类锂电出口大幅增长，进一步贡献出口业绩。2022 年公司海外业务营收达 46.32 亿同比+ 56.64%，海外收入占比提升至 29.56%，刷新出口纪录。公司是国内最大的叉车企业，当前时点受益于以下三大成长逻辑：1) 国内需求底部复苏在即的预期；2) 电动化带来的市场规模扩大；3) 公司积极完善全产业链布局，加速拓展电动化、智能化、后市场，大力发展全球化业务带来的业绩增长趋势。我们看好公司作为行业龙头的竞争力和成长性。

**盈利预测与投资建议**

- 我们维持前期预测，预计 23-25 年公司归母净利润为 10.86/13.27/16.38 亿元，对应 EPS 分别为 1.47/1.79/2.21 元。参考可比公司平均估值，我们维持安徽合力 2023 年 15xPE，目标价 22.05 元，维持买入评级。

**风险提示**

宏观经济增速不及预期、国际贸易政策及汇率波动、原材料成本上涨、电动化不及预期

**公司主要财务信息**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,417	15,673	18,542	21,717	25,187
同比增长(%)	20.5%	1.7%	18.3%	17.1%	16.0%
营业利润(百万元)	877	1,146	1,448	1,773	2,193
同比增长(%)	-8.0%	30.7%	26.3%	22.5%	23.7%
归属母公司净利润(百万元)	634	904	1,086	1,327	1,638
同比增长(%)	-13.4%	42.6%	20.1%	22.2%	23.4%
每股收益(元)	0.86	1.22	1.47	1.79	2.21
毛利率(%)	15.5%	17.0%	17.8%	18.3%	18.9%
净利率(%)	4.1%	5.8%	5.9%	6.1%	6.5%
净资产收益率(%)	11.3%	14.4%	15.5%	17.0%	18.2%
市盈率	23.0	16.2	13.4	11.0	8.9
市净率	2.5	2.2	2.0	1.8	1.5

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2023年04月28日)	19.73 元
目标价格	22.05 元
52 周最高价/最低价	21.36/8.98 元
总股本/流通 A 股 (万股)	74,018/74,018
A 股市值 (百万元)	14,604
国家/地区	中国
行业	机械设备
报告发布日期	2023 年 04 月 29 日

**股价表现**

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3.9	-0.85	36.07	120.16
相对表现	-3.81	-1.59	39.72	117.41
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75


**证券分析师**

杨震 021-63325888\*6090  
yangzhen@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520060002  
香港证监会牌照：BSW113

**联系人**

刘嘉倩 liujiaqian@orientsec.com.cn

**相关报告**

盈利能力提升，需求复苏、电动化、全球化为叉车龙头加注成长动力 2023-04-04  
叉车国企龙头，持续增长可期：——安徽合力首次覆盖报告 2023-01-03

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,004	3,472	5,097	5,640	6,597	营业收入	15,417	15,673	18,542	21,717	25,187
应收票据、账款及款项融资	1,755	1,742	2,066	2,419	2,806	营业成本	13,020	13,010	15,243	17,733	20,433
预付账款	200	179	218	255	296	营业税金及附加	89	93	111	130	151
存货	2,026	2,097	2,291	2,665	3,070	销售费用	520	552	647	750	861
其他	2,453	3,474	1,889	1,899	1,911	管理费用及研发费用	1,024	1,042	1,235	1,450	1,685
<b>流动资产合计</b>	<b>8,438</b>	<b>10,963</b>	<b>11,560</b>	<b>12,878</b>	<b>14,680</b>	财务费用	(6)	(43)	(21)	(11)	(27)
长期股权投资	301	403	286	286	286	资产、信用减值损失	(9)	34	3	17	17
固定资产	1,877	2,071	2,791	3,379	3,886	公允价值变动收益	24	41	17	17	17
在建工程	221	271	212	201	198	投资净收益	46	73	73	73	73
无形资产	300	495	466	438	409	其他	29	49	35	35	35
其他	498	571	464	460	456	<b>营业利润</b>	<b>877</b>	<b>1,146</b>	<b>1,448</b>	<b>1,773</b>	<b>2,193</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,198</b>	<b>3,811</b>	<b>4,219</b>	<b>4,763</b>	<b>5,235</b>	营业外收入	26	20	24	24	24
<b>资产总计</b>	<b>11,636</b>	<b>14,774</b>	<b>15,779</b>	<b>17,642</b>	<b>19,915</b>	营业外支出	3	2	4	4	4
短期借款	526	502	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>900</b>	<b>1,165</b>	<b>1,468</b>	<b>1,793</b>	<b>2,213</b>
应付票据及应付账款	2,925	2,479	3,287	3,824	4,406	所得税	115	139	198	242	299
其他	1,246	904	710	743	780	<b>净利润</b>	<b>785</b>	<b>1,025</b>	<b>1,270</b>	<b>1,551</b>	<b>1,914</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,698</b>	<b>3,885</b>	<b>3,997</b>	<b>4,567</b>	<b>5,186</b>	少数股东损益	151	121	184	224	277
长期借款	300	1,500	1,500	1,500	1,500	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>634</b>	<b>904</b>	<b>1,086</b>	<b>1,327</b>	<b>1,638</b>
应付债券	0	1,732	2,048	2,048	2,048	每股收益 (元)	0.86	1.22	1.47	1.79	2.21
其他	231	277	193	193	193						
<b>非流动负债合计</b>	<b>531</b>	<b>3,509</b>	<b>3,741</b>	<b>3,741</b>	<b>3,741</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>5,229</b>	<b>7,394</b>	<b>7,738</b>	<b>8,308</b>	<b>8,927</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	597	605	789	1,013	1,289	<b>成长能力</b>					
实收资本 (或股本)	740	740	740	740	740	营业收入	20.5%	1.7%	18.3%	17.1%	16.0%
资本公积	315	315	315	315	315	营业利润	-8.0%	30.7%	26.3%	22.5%	23.7%
留存收益	4,762	5,407	6,197	7,265	8,644	归属于母公司净利润	-13.4%	42.6%	20.1%	22.2%	23.4%
其他	(7)	311	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,407</b>	<b>7,379</b>	<b>8,042</b>	<b>9,334</b>	<b>10,989</b>	毛利率	15.5%	17.0%	17.8%	18.3%	18.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,636</b>	<b>14,774</b>	<b>15,779</b>	<b>17,642</b>	<b>19,915</b>	净利率	4.1%	5.8%	5.9%	6.1%	6.5%
						ROE	11.3%	14.4%	15.5%	17.0%	18.2%
						ROIC	10.4%	10.0%	10.6%	12.2%	13.4%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	44.9%	50.1%	49.0%	47.1%	44.8%
净利润	785	1,025	1,270	1,551	1,914	净负债率	0.0%	8.1%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	183	199	265	349	431	流动比率	1.80	2.82	2.89	2.82	2.83
财务费用	(6)	(43)	(21)	(11)	(27)	速动比率	1.36	2.28	2.32	2.23	2.24
投资损失	(46)	(73)	(73)	(73)	(73)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(258)	(452)	70	(219)	(241)	应收账款周转率	12.8	11.0	11.6	12.3	12.3
其它	(11)	113	(11)	(4)	(2)	存货周转率	7.4	6.3	6.9	7.1	7.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>648</b>	<b>770</b>	<b>1,500</b>	<b>1,594</b>	<b>2,002</b>	总资产周转率	1.4	1.2	1.2	1.3	1.3
资本支出	(384)	(638)	(884)	(893)	(903)	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	(13)	(113)	134	0	0	每股收益	0.86	1.22	1.47	1.79	2.21
其他	(806)	(524)	1,390	90	90	每股经营现金流	0.87	1.04	2.03	2.15	2.71
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,203)</b>	<b>(1,275)</b>	<b>640</b>	<b>(803)</b>	<b>(813)</b>	每股净资产	7.85	9.15	9.80	11.24	13.10
债权融资	310	2,563	263	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(0)	0	0	0	0	市盈率	23.0	16.2	13.4	11.0	8.9
其他	90	(183)	(777)	(248)	(232)	市净率	2.5	2.2	2.0	1.8	1.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>401</b>	<b>2,380</b>	<b>(514)</b>	<b>(248)</b>	<b>(232)</b>	EV/EBITDA	11.4	9.2	7.1	5.7	4.6
汇率变动影响	(14)	(3)	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.7	10.8	8.4	6.8	5.5
<b>现金净增加额</b>	<b>(169)</b>	<b>1,872</b>	<b>1,625</b>	<b>543</b>	<b>957</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。