

## 安徽合力（600761）

增持（维持）

## 海外营收高速增长，盈利水平显著上行

2023年4月5日

## 市场数据

日期	2023-04-03
收盘价(元)	19.32
总股本(百万股)	740.18
流通股本(百万股)	740.18
净资产(百万元)	6774.14
总资产(百万元)	14773.64
每股净资产(元)	9.15

来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

## 分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

郭亚男

guoyanan@xyzq.com.cn

S0190522120004

## 投资要点

- **2022年公司营收保持稳定，归母净利润增速较高：**公司2022年实现营收156.73亿元，同比增长1.66%；归母净利润9.04亿元，同比增长42.62%；扣非归母净利润7.47亿元，同比增长48.73%；基本每股收益1.22元/股，同比增长41.86%。公司拟以2022年末的7.40亿总股本向全体股东每10股派发现金股利4.0元（含税），合计拟派发现金红利2.96亿元（含税）。
- **I类车销量快速增长，电动化进程不断推进：**2022年公司叉车总销量为26.08万台，同比下降5.08%，其中国内市场18.30万台，同比下降13.25%；出口7.78万台，同比增长21.91%。2018-2022年公司工业车辆总销量复合增速为18.30%。从车型结构来看，I类车销量2.78万台，同比增长22.18%，其中I类锂电产品销量同比增长60.49%；II类车实现销量0.24万台，同比增长18.03%；III类车实现销量10.27万台，同比增长0.89%；IV+V类车实现销量12.79万台，同比下降13.69%。从动力来源上看，公司电动新能源车销量占比由2018年的30.14%增长至2022年的50.96%。
- **渠道红利释放叠加锂电叉车的全球竞争优势，公司海外营收高速增长：**2022年公司主营业务叉车及配件营收155.47亿元，同比增长1.84%；毛利率16.71%，同比上升1.62pct。其中，国内营收109.15亿元，同比下降11.33%，毛利率15.58%，同比增长0.67%。海外营收46.32亿元，同比增长56.64%，毛利率19.35%，同比提升3.55pct，公司海外业务营收占比提升10.37pct至29.56%。近年来，公司持续加强海外市场拓展力度，欧洲、北美、东南亚、中东、欧亚等海外地区渠道布局红利正逐步释放。同时，公司锂电叉车产品型号全面、性能较好，相对丰田、凯傲等全球叉车龙头企业具备竞争优势，拉动公司出口增速提升。
- **毛利率小幅修复，费用率改善，盈利能力明显改善：**2022年公司整体毛利率为16.99%，同比上升0.89pct；归母净利率为5.77%，同比上升1.66pct；扣非归母净利率4.76%，同比上升1.51pct；净资产收益率14.80%，同比上升3.79pct。2022年公司期间费用率9.90%，同比下降0.62pct，其中，销售费率3.52%，同比上升0.15pct；管理费2.72%，同比上升0.14pct；财务费率-0.27%，同比下降0.23pct，主要系汇兑收益增长所致；研发费率3.93%，同比下降0.69pct。
- **随着海外渠道布局红利持续释放以及叉车锂电化带来的全球竞争优势，公司海外业务有望持续高速增长，国内经济复苏也有望带来国内业务同比回暖。**我们预计公司2023-2025年实现归母净利润11.86/14.18/15.73亿元，对应PE为12.1/10.1/9.1倍（2023.04.03），维持“增持”评级。
- **风险提示：**叉车锂电化进程不及预期；宏观经济超预期下滑；海外经济景气度下降；行业竞争加剧。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15673	17947	21296	23791
同比增长	1.7%	14.5%	18.7%	11.7%
归母净利润(百万元)	904	1186	1418	1573
同比增长	42.6%	31.2%	19.6%	10.9%
毛利率	17.0%	17.9%	17.9%	17.8%
ROE	13.3%	15.6%	16.4%	16.1%
每股收益(元)	1.22	1.60	1.92	2.12
市盈率	15.8	12.1	10.1	9.1

来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 事件

**公司发布 2022 年年度报告：**全年实现营收 156.73 亿元，同比增长 1.66%；归母净利润 9.04 亿元，同比增长 42.62%；扣非后归母净利润 7.47 亿元，同比增长 48.73%；基本每股收益 1.22 元/股，同比增长 41.86%；加权平均净资产收益率 14.80%，同比增加 3.79pct。

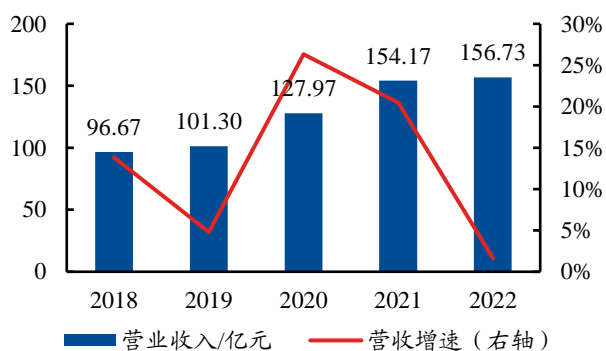
**2022 年度利润分配方案：**公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 4.0 元（含税），截至 2022 年末，公司总股本 7.40 亿股，以此计算合计拟派发现金红利 2.96 亿元（含税），本年度公司现金分红比例为 32.75%。

## 点评

### ● 营收保持稳定，归母净利润增速较高

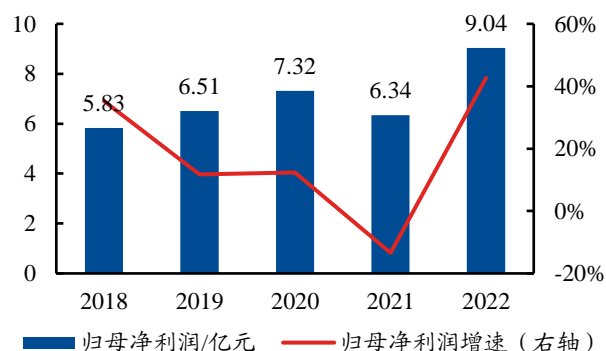
2022 年公司全年实现营收 156.73 亿元，同比增长 1.66%；归母净利润 9.04 亿元，同比增长 42.62%；扣非后归母净利润 7.47 亿元，同比增长 48.73%。2018~2022 年公司营收复合增速 12.84%，归母净利润复合增速 11.59%。分季度看，公司 2022 年四个季度分别实现营收 39.46 亿元（同比+13.65%，下同）、40.78 亿元（-8.75%）、39.24 亿元（+1.19%）、37.24 亿元（+3.53%）；公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 1.94 亿元（+8.38%）、2.38 亿元（+19.00%）、2.54 亿元（+92.42%）、2.18 亿元（+77.24%）。

图 1、公司营业收入及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公司近年分季度营收和归母净利润情况

年份	报告类型	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2020	Q1	18.44	18.82	14.71	0.74	10.11
	Q2	21.10	35.5	27.74	3.29	44.95
	Q3	17.16	36.39	28.44	1.86	25.41
	Q4	14.69	37.26	29.12	1.44	19.67
2021	Q1	16.27	34.72	22.52	1.79	28.23
	Q2	15.59	44.69	28.99	2	31.55

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

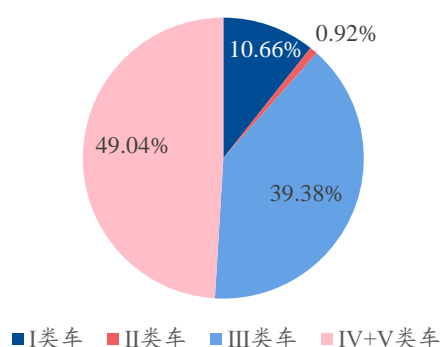
2022	Q3	15.94	38.78	25.15	1.32	20.82
	Q4	16.72	35.97	23.33	1.23	19.40
	Q1	15.47	39.46	25.18	1.94	21.46
	Q2	16.78	40.78	26.02	2.38	26.33
	Q3	17.56	39.24	25.04	2.54	28.10
	Q4	18.23	37.24	23.76	2.18	24.12

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● I类车销量快速增长，电动化进程不断推进

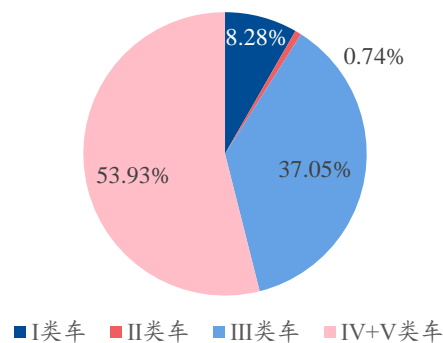
2022年公司工业车辆总销量为26.08万台，同比下降5.08%，其中国内市场18.30万台，同比下降13.25%；出口7.78万台，同比增长21.91%。从车型结构来看，I类车销量2.78万台，同比增长22.18%，销量占比达10.66%，同比上升2.38pct；II类车实现销量0.24万台，同比增长18.03%，销量占比为0.92%，同比上升0.18pct；III类车实现销量10.27万台，同比增长0.89%，销量占比为39.38%，同比上升2.33pct；IV+V类车实现销量12.79万台，同比下降13.69%，销量占比为49.04%，同比下降4.89pct。从动力来源上看，公司电动新能源车销量占比由2018年的30.14%增长至2022年的50.96%。

图 3、2022 年各类车型销量占比



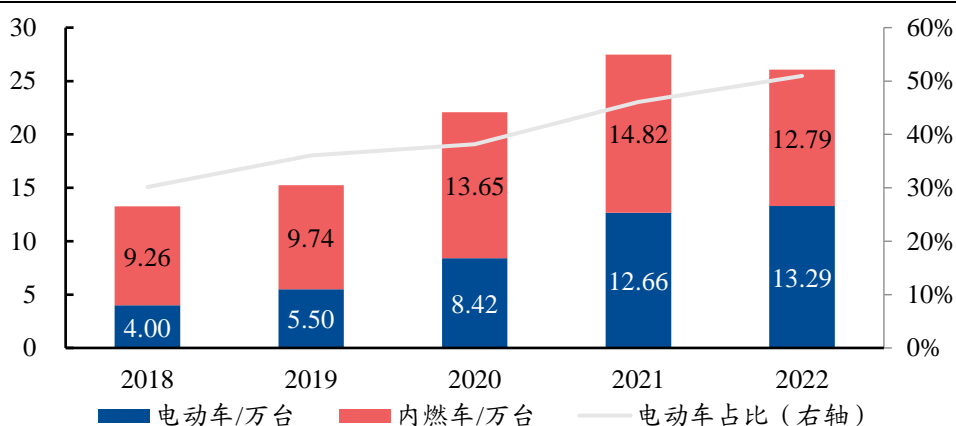
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2021 年各类车型销量占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2018-2022 年公司工业车辆销售情况及电动车占比



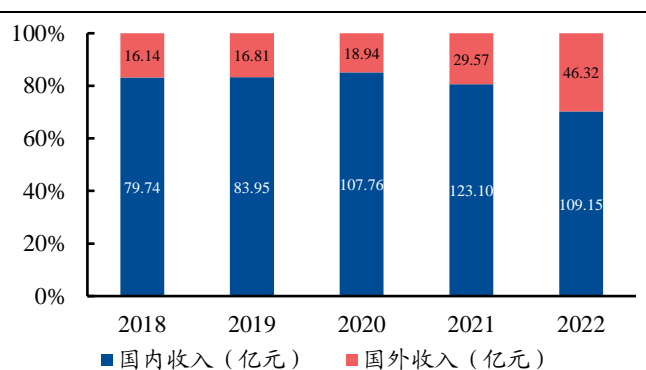
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 渠道红利释放叠加锂电叉车的全球竞争优势，公司海外营收高速增长

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

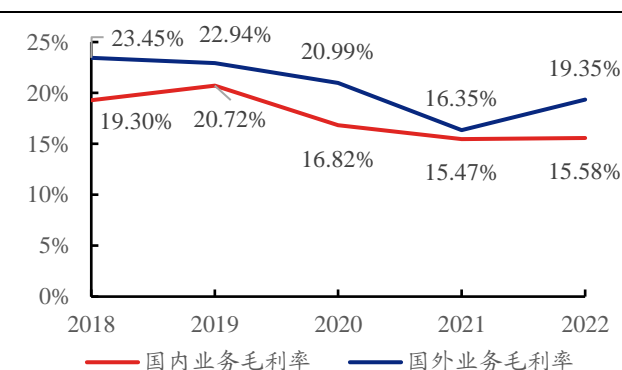
2022年公司主营业务叉车及配件营收155.47亿元,同比增长1.84%;毛利率16.71%,同比上升1.62pct。其中,国内营收109.15亿元,同比下降11.33%,毛利率15.58%,同比增长0.67%。海外营收46.32亿元,同比增长56.64%,毛利率19.35%,同比提升3.55pct,公司海外业务营收占比提升10.37pct至29.56%。近年来,公司持续加强海外市场拓展力度,欧洲、北美、东南亚、中东、欧亚等海外地区渠道布局红利正逐步释放。同时,公司锂电叉车产品型号全面、性能较好,相对丰田、凯傲等全球叉车龙头企业具备竞争优势,拉动公司出口增速提升。

图 6、公司各项业务营收情况



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司国内外业务毛利率

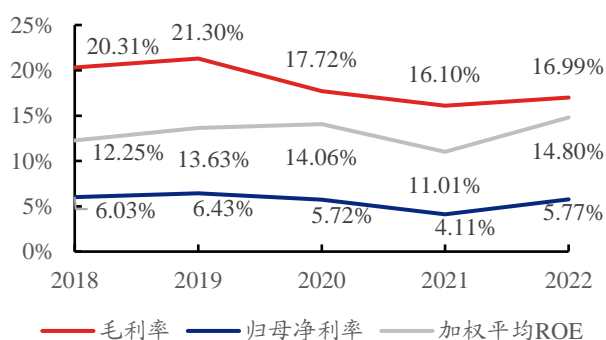


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 毛利率、费用率修复, 盈利能力大幅改善

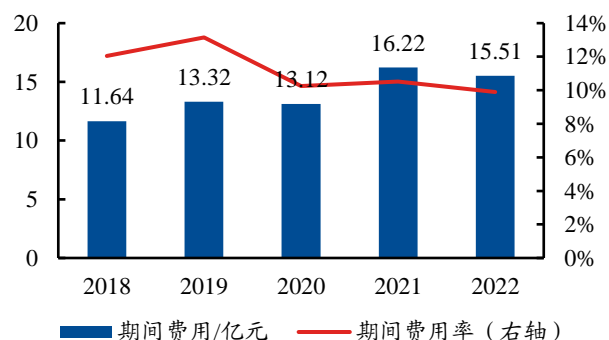
2022年公司整体毛利率为16.99%,同比上升0.89pct;归母净利率为5.77%,同比上升1.66pct;净资产收益率14.80%,同比上升3.79pct。2022年公司期间费用率9.90%,同比下降0.62pct,其中,销售费率3.52%,同比上升0.15pct;管理费用率2.72%,同比上升0.14pct;财务费率-0.27%,同比下降0.23pct,主要系汇兑收益增长所致;研发费率3.93%,同比下降0.69pct。2022年,公司经营活动现金流量净额为7.70亿元,同比上升18.83%;应收账款周转率为11.50次,同比下降16.30%;存货周转率为6.31次,同比下降14.38%。

图 8、公司毛利率、净利率及加权平均 ROE



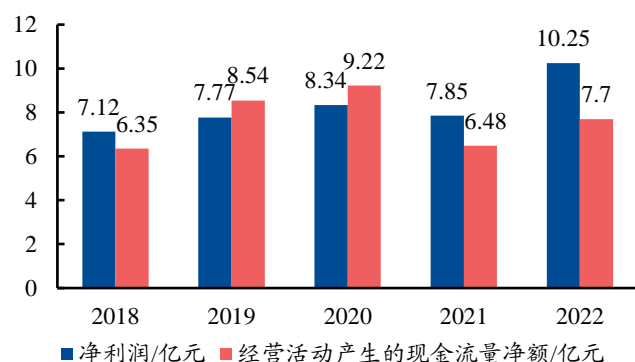
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司期间费用及期间费率



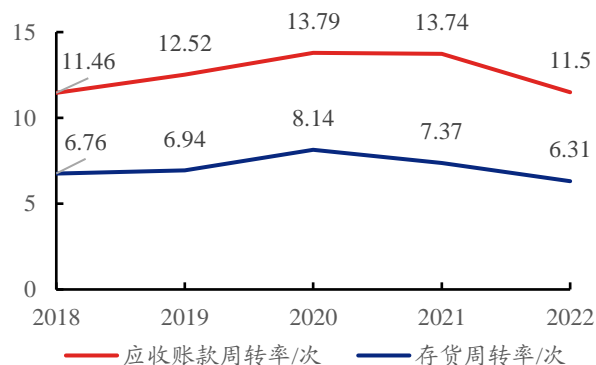
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司经营性现金流量净额与净利润对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、公司应收账款周转率、存货周转率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 公司经营目标

2023 年，公司力争全年实现销售收入约 173 亿元，期间费用控制在 21 亿元左右。

### ● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 11.86/14.18/15.73 亿元，对应 PE 为 12.1/10.1/9.1 倍（2023.04.03），维持“增持”评级。

### ● 风险提示

叉车锂电化进程不及预期；宏观经济超预期下滑；海外经济景气度下降；行业竞争加剧

表 2、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	3597	3946	4078	3924	3724	3.5%	15417	15673	1.7%
营业成本	3080	3336	3394	3235	3045	-1.1%	13020	13010	-0.1%
毛利	517	611	684	689	679	31.4%	2397	2663	11.1%
销售费用	148	121	128	141	163	9.6%	520	552	6.2%
管理费用	103	92	91	117	126	22.2%	397	426	7.4%
财务费用	18	6	-33	-31	15	-15.4%	-6	-43	-
研发费用	101	170	209	147	90	-10.8%	627	616	-1.8%
资产减值	-5	0	-0	0	-18	-	-5	-18	-
公允价值	5	7	2	-8	39	649.4%	24	41	73.2%
投资收益	20	16	37	33	-14	-170.5%	46	73	58.8%
营业利润	162	236	307	329	275	69.8%	877	1146	30.7%
利润总额	170	240	312	334	278	63.8%	900	1165	29.4%
归母净利润	123	194	238	254	218	76.8%	634	904	42.6%
EPS	0.167	0.262	0.321	0.343	0.295	76.8%	0.856	1.222	42.6%
销售费用率	4.1%	3.1%	3.1%	3.6%	4.4%	0.2%	3.4%	3.5%	0.2%
管理费用率	2.9%	2.3%	2.2%	3.0%	3.4%	0.5%	2.6%	2.7%	0.1%
财务费用率	0.5%	0.2%	-0.8%	-0.8%	0.4%	-0.1%	0.0%	-0.3%	-0.2%
研发费用率	2.8%	4.3%	5.1%	3.8%	2.4%	-0.4%	4.1%	3.9%	-0.1%
所得税率	6.8%	13.8%	13.1%	11.5%	9.7%	2.9%	12.8%	11.9%	-0.8%
毛利率	14.4%	15.5%	16.8%	17.6%	18.2%	3.9%	15.5%	17.0%	1.4%
净利率	3.4%	4.9%	5.8%	6.5%	5.9%	2.4%	4.1%	5.8%	1.7%

资料来源: 天软投资系统, 兴业证券经济与金融研究院整理



附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	10963	12464	15323	18031
货币资金	3472	5174	7067	9155
交易性金融资产	3341	2686	2843	2874
应收票据及应收账款	1526	1582	1906	2150
预付款项	179	213	252	280
存货	2097	2298	2758	3084
其他	348	511	497	489
<b>非流动资产</b>	3811	3592	3509	3403
长期股权投资	403	350	359	364
固定资产	2071	1993	1828	1623
在建工程	271	135	68	34
无形资产	495	603	725	851
商誉	56	56	56	56
长期待摊费用	15	14	14	15
其他	500	441	460	460
<b>资产总计</b>	14774	16056	18833	21433
<b>流动负债</b>	3885	4447	4986	5395
短期借款	502	427	469	461
应付票据及应付账款	2479	3073	3534	3977
其他	904	946	983	957
<b>非流动负债</b>	3509	3272	4272	5130
长期借款	1500	2167	3011	3796
其他	2009	1105	1261	1334
<b>负债合计</b>	7394	7719	9258	10525
股本	740	740	740	740
资本公积	315	315	315	315
未分配利润	4594	5481	6434	7489
少数股东权益	605	757	939	1141
<b>股东权益合计</b>	7379	8337	9575	10909
<b>负债及权益合计</b>	14774	16056	18833	21433

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	904	1186	1418	1573
折旧和摊销	226	242	253	258
资产减值准备	18	38	-3	5
资产处置损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动损失	-41	-42	-73	-81
财务费用	-3	-0	21	22
投资损失	-73	-83	-99	-110
少数股东损益	121	152	182	202
营运资金的变动	-426	197	-357	-164
<b>经营活动产生现金流量</b>	770	1701	1339	1701
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1275	737	-142	10
<b>融资活动产生现金流量</b>	2380	-735	696	376
现金净变动	1872	1702	1893	2088
现金的期初余额	583	3472	5174	7067
现金的期末余额	2455	5174	7067	9155

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	15673	17947	21296	23791
营业成本	13010	14733	17493	19553
税金及附加	93	90	106	119
销售费用	552	610	703	785
管理费用	426	485	575	642
研发费用	616	700	831	928
财务费用	-43	-0	21	22
其他收益	48	54	65	72
投资收益	73	83	99	110
公允价值变动收益	41	42	73	81
信用减值损失	-16	0	-0	-5
资产减值损失	-18	-10	-11	-13
资产处置收益	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	1146	1501	1794	1988
营业外收入	20	23	28	31
营业外支出	2	4	3	3
<b>利润总额</b>	1165	1521	1818	2016
所得税	139	182	218	242
<b>净利润</b>	1025	1338	1600	1774
少数股东损益	121	152	182	202
<b>归属母公司净利润</b>	904	1186	1418	1573
<b>EPS(元)</b>	1.22	1.60	1.92	2.12

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	1.7%	14.5%	18.7%	11.7%
营业利润增长率	30.7%	30.9%	19.5%	10.8%
归母净利润增长率	42.6%	31.2%	19.6%	10.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	17.0%	17.9%	17.9%	17.8%
归母净利率	5.8%	6.6%	6.7%	6.6%
ROE	13.3%	15.6%	16.4%	16.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	50.1%	48.1%	49.2%	49.1%
流动比率	2.82	2.80	3.07	3.34
速动比率	2.28	2.29	2.52	2.77
<b>营运能力</b>				
资产周转率	118.7%	116.4%	122.1%	118.2%
应收帐款周转率	1126.4%	1141.0%	1193.0%	1151.3%
存货周转率	627.8%	666.3%	688.0%	665.6%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.22	1.60	1.92	2.12
每股经营现金	1.04	2.30	1.81	2.30
每股净资产	9.15	10.24	11.67	13.20
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	15.8	12.1	10.1	9.1
PB	2.1	1.9	1.7	1.5

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn