

## 安徽合力 (600761.SH)

强烈推荐 (维持)

### 出口是增长主要动力，盈利能力进一步提升

事件：安徽合力披露 2023 年一季报，公司一季度实现营业收入 41.52 亿元，yoy+5.21%；实现归母净利润 2.63 亿元，yoy+35.61%；归母扣非净利润 2.17 亿元，yoy+41.66%。毛利率为 18.34%，yoy+2.87pcts；净利率为 6.87%，yoy+1.62pcts。

- 出口仍是增长的主要驱动力。根据中国工程机械工业协会统计数据，一季度，叉车行业销量为 28.47 万辆，同比+1.5%；其中出口销量 8.46 万辆，同比+4.6%；国内销量 20 万台，同比-0.2%。公司作为叉车行业龙头，销量趋势与行业一致，出口是增长主力，带动整体营收增长 5.21%，达到 41.52 亿元，我们预计一季度公司出口营收占比相较去年的 25.14% 进一步提升。
- 出口占比提升叠加原材料成本下降，毛利率同环比继续增长。公司出口毛利率高于内销，2022 年出口和内销的毛利率分别为 19.35%、15.58%，出口营收占比提升驱动整体毛利率提升。钢材价格下降逐步传导至产品成本端，因此公司毛利率逐季提升，Q1 提升至 18.34%，yoy+2.87pcts，qoq+0.11pct。未来随着全球化、锂电化加速，锂电材料降价带来锂电池成本下降，毛利率有望进一步提升。
- 研发投入增长，净利率提升至 6.87%。公司增大研发投入，研发费用率提升 0.73pct；销售、管理、财务费用率保持稳定，分别为 3.1%、2.37%、0.32%，期间费用率合计为 10.81%，yoy+0.95pct。毛利率回升增强盈利能力，公司净利率同比提升 1.62pcts，达到 6.87%，环比提升 0.12pct。
- 经营性现金流显著改善。公司一季度销售商品提供劳务收到的现金/营业收入达到 82.78%，同比+7.45pcts；经营性现金净流量/净利润为 1.63，22Q1 为 0.96，现金流量改善，收益质量提高。
- 维持“强烈推荐”评级。4 月制造业回落 2.7pcts 至 49.2，景气度弱于预期，反映制造业需求短期可能承压，但全年来看，复苏的大方向没有改变，叉车内销有望恢复增长。国产锂电叉车在全球的竞争力较强，合力作为龙头有望抓住锂电化机遇，提升海外市占率。同时，公司持续提升产能，原材料成本价格下降驱动全年利润增长。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 181、203、227 亿元，归母净利润为 11.3、12.9、14.7 亿元，对应 PE 为 13、11、10 倍，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：原材料价格大幅上涨风险、经济复苏不及预期风险、海外需求不及预期风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	15417	15673	18068	20270	22722
同比增长	20%	2%	15%	12%	12%
营业利润(百万元)	877	1146	1445	1651	1878
同比增长	-8%	31%	26%	14%	14%
归母净利润(百万元)	634	904	1134	1292	1467
同比增长	-13%	43%	25%	14%	14%
每股收益(元)	0.86	1.22	1.53	1.75	1.98
PE	23.0	16.2	12.9	11.3	10.0
PB	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

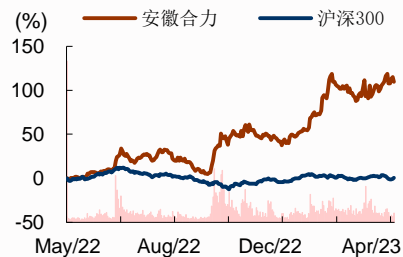
中游制造/机械  
目标估值：23.70 元  
当前股价：19.73 元

#### 基础数据

总股本(万股)	74018
已上市流通股(万股)	74018
总市值(亿元)	146
流通市值(亿元)	146
每股净资产(MRQ)	9.5
ROE(TTM)	13.8
资产负债率	51.9%
主要股东	安徽叉车集团有限责任公司
主要股东持股比例	38.97%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	46	120
相对表现	3	32	117



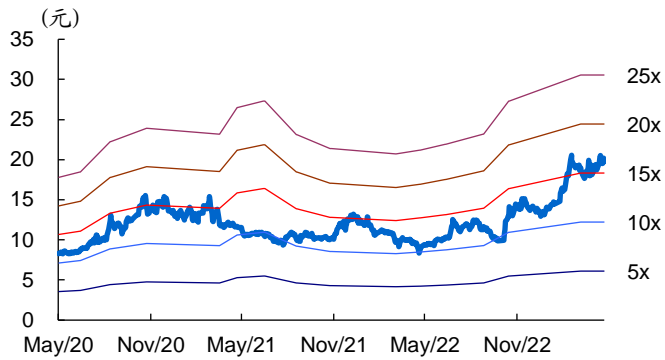
资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《安徽合力 (600761.SH)：行业景气度持续上行，收入利润快速增长》2020-10-29
- 《安徽合力 (600761.SH)：受原材料涨价影响盈利水平将回落》2021-03-22
- 《安徽合力 (600761.SH)：全球化、锂电化持续推进，盈利能力稳步提升》2023-04-03

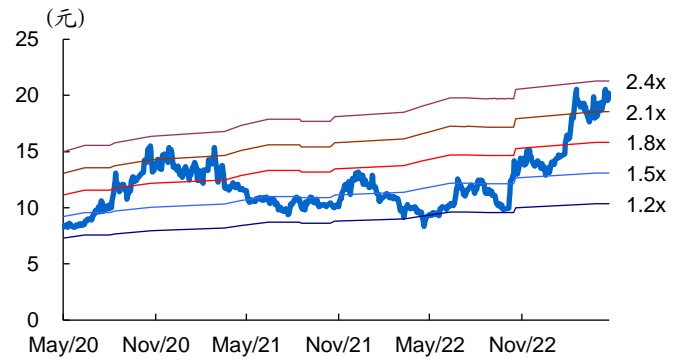
胡小禹 S1090522050002  
 huxiaoyu1@cmschina.com.cn  
 吴洋 研究助理  
 wuyang2@cmschina.com.cn  
 朱艺晴 研究助理  
 zhuyiqing@cmschina.com.cn

图 1: 安徽合力历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 安徽合力历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《安徽合力 (600761.SH): 收购宁波力达, 加大高管激励》2019-01-03
- 2、《安徽合力 (600761.SH): 毛利率逐渐修复, 改革红利可期》2019-03-25
- 3、《安徽合力 (600761.SH): 三季度销量正增长, 力争实现百亿收入目标》2019-10-28
- 4、《安徽合力 (600761.SH): 行业景气度持续上行, 收入利润快速增长》2020-10-29
- 5、《安徽合力 (600761.SH): 受原材料涨价影响盈利水平将回落》2021-03-22
- 6、《安徽合力 (600761.SH): 全球化、锂电化持续推进, 盈利能力稳步提升》2023-04-03

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	8438	10963	11714	12966	14413
现金	2004	3472	3745	4424	5244
交易性投资	2320	3341	3341	3341	3341
应收票据	1	7	8	9	10
应收款项	1207	1520	1642	1842	2064
其它应收款	33	46	53	59	66
存货	2026	2097	2374	2671	2993
其他	847	481	552	620	695
<b>非流动资产</b>	3198	3811	3936	4048	4148
长期股权投资	301	403	403	403	403
固定资产	1877	2071	2254	2418	2565
无形资产商誉	356	551	496	446	402
其他	663	786	783	781	779
<b>资产总计</b>	<b>11636</b>	<b>14774</b>	<b>15650</b>	<b>17013</b>	<b>18561</b>
<b>流动负债</b>	4698	3885	3771	4009	4280
短期借款	526	502	350	200	50
应付账款	2925	2479	2817	3169	3552
预收账款	274	241	274	309	346
其他	973	663	330	331	333
<b>长期负债</b>	531	3509	3509	3509	3509
长期借款	300	1500	1500	1500	1500
其他	231	2009	2009	2009	2009
<b>负债合计</b>	<b>5229</b>	<b>7394</b>	<b>7280</b>	<b>7519</b>	<b>7790</b>
股本	740	740	740	740	740
资本公积金	315	629	629	629	629
留存收益	4755	5405	6243	7195	8274
少数股东权益	597	605	757	931	1128
归属于母公司所有者权益	5810	6774	7612	8564	9643
<b>负债及权益合计</b>	<b>11636</b>	<b>14774</b>	<b>15650</b>	<b>17013</b>	<b>18561</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	648	770	1348	1447	1624
净利润	785	1025	1286	1465	1664
折旧摊销	216	226	276	289	301
财务费用	(38)	(3)	51	38	27
投资收益	(46)	(73)	(161)	(161)	(161)
营运资金变动	(283)	(499)	(114)	(199)	(223)
其它	13	92	9	15	16
<b>投资活动现金流</b>	(1203)	(1275)	(240)	(240)	(240)
资本支出	(516)	(681)	(401)	(401)	(401)
其他投资	(687)	(594)	161	161	161
<b>筹资活动现金流</b>	401	2380	(834)	(528)	(565)
借款变动	569	502	(487)	(150)	(150)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(0)	314	0	0	0
股利分配	(259)	(259)	(296)	(340)	(388)
其他	91	1823	(51)	(38)	(27)
<b>现金净增加额</b>	<b>(155)</b>	<b>1875</b>	<b>274</b>	<b>679</b>	<b>819</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	15417	15673	18068	20270	22722
营业成本	12935	13010	14786	16636	18641
营业税金及附加	89	93	107	120	135
营业费用	520	552	614	669	727
管理费用	397	426	470	507	568
研发费用	712	616	723	791	886
财务费用	(6)	(43)	51	38	27
资产减值损失	10	(33)	(33)	(20)	(20)
公允价值变动收益	24	41	41	41	41
其他收益	27	48	48	48	48
投资收益	46	73	73	73	73
<b>营业利润</b>	877	1146	1445	1651	1878
营业外收入	26	20	20	20	20
营业外支出	3	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	900	1165	1463	1669	1896
所得税	115	139	177	203	232
少数股东损益	151	121	152	173	197
<b>归属于母公司净利润</b>	634	904	1134	1292	1467

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	20%	2%	15%	12%	12%
营业利润	-8%	31%	26%	14%	14%
归母净利润	-13%	43%	25%	14%	14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.1%	17.0%	18.2%	17.9%	18.0%
净利率	4.1%	5.8%	6.3%	6.4%	6.5%
ROE	11.3%	14.4%	15.8%	16.0%	16.1%
ROIC	10.3%	10.9%	13.1%	13.8%	14.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.9%	50.1%	46.5%	44.2%	42.0%
净负债比率	13.3%	15.8%	11.8%	10.0%	8.4%
流动比率	1.8	2.8	3.1	3.2	3.4
速动比率	1.4	2.3	2.5	2.6	2.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.3
存货周转率	7.4	6.3	6.6	6.6	6.6
应收账款周转率	13.7	11.5	11.4	11.6	11.6
应付账款周转率	4.8	4.8	5.6	5.6	5.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.86	1.22	1.53	1.75	1.98
每股经营净现金	0.87	1.04	1.82	1.96	2.19
每股净资产	7.85	9.15	10.28	11.57	13.03
每股股利	0.35	0.40	0.46	0.52	0.59
<b>估值比率</b>					
PE	23.0	16.2	12.9	11.3	10.0
PB	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	16.5	13.4	9.9	8.9	8.0

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。

招商机械团队：7 次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2019 年获 WIND 和金牛最佳分析师第一名。2020 年获 WIND 最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

## 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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能影响本报告客观性的利益冲突。

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。