

中力股份(603194)

报告日期: 2025 年 03 月 02 日

全球电动叉车龙头，智能搬运机器人开辟新空间

——中力股份深度报告

投资要点

- 公司为全球电动叉车龙头企业，2019-2023 年营收 CAGR=29%。
 - 1) 电叉为公司主要产品，2021-2024H1 收入占比超 70%。
 - 2) 业绩高速增长，盈利能力逐步提升：2019-2023 年，公司营收从 21.6 亿元增长至 59.2 亿元，CAGR=29%；归母净利润从 1.5 亿元增长至 8.1 亿元，CAGR=52%。2024Q1-3，公司实现营收 48.3 亿元、归母净利润 6.5 亿元。2019-2023 年，公司 ROE 维持在 30%以上，毛利率从 26%提升至 29%，净利率从 7%提升至 14%。
- 叉车行业：电动化+国际化持续推进，预计 2023-2026 年叉车销量 CAGR=6%
 - 1) 全球叉车销量快速增长，电动化持续推进，2023 年全球叉车销量为 214 万台，2013-2023 年 CAGR=8%；电动叉车销量为 154 万台，2013-2023 年 CAGR=11%。
 - 2) 全球叉车市场集中度较高，2023 年营收 CR3=55%，丰田工业、凯傲、永恒力排名前三；2023 年中国企业杭叉、合力、中力、诺力合计营收份额 10%，合计销量份额 45%。
 - 3) 叉车行业有望迎来内外需共振，我们预计 2024-2026 年全球销量为 225.6、240.6、257.1 万台，2023-2026 年 CAGR=6%。
- 公司护城河：坚持创新引领战略，电动化+国际化全方位布局
 - 1) 2023 年全球内燃叉车存量约 420 万台，公司作为全球电叉龙头有望受益于油改电替换：2023 年公司电叉全球市占率为 16%，其中 III 型车市占率为 22%，优势明显；我们测算 2023 年全球存量内燃平衡重叉车约 420 万台，公司在湖北布局有再制造基地，基于再制造技术推出电叉租赁、换新两大性价比方案，有望受益于存量内燃叉车的油改电替换。
 - 2) 坚持技术创新，引领行业变革：成立以来，公司陆续推出小金刚、油改电叉车、搬马机器人等创新产品；其中小金刚系列产品引领行业向电动搬运变革，油改电叉车掀起行业绿色浪潮，搬马机器人推动智能化搬运趋势，公司以创新驱动发展，以技术引领行业。
 - 3) 叉式移动机器人有望打造新增长极：2023 年全球仓储自动化市场规模为 4654 亿人民币，预计 2028 年增长至 8317 亿人民币，CAGR=12%；2019-2023 年全球叉式移动机器人销量从 5700 台增长至 30700 台，CAGR=52%。公司在产品级、模式级、系统级三层级布局，通过定制化解决方案满足客户多元智能搬运需求，目前已牵手 200 多个合作伙伴，产品应用于 50 多个细分行业和 200 多个场景，搬马机器人走进千企万厂，2024 年双 11 当日移动机器人订单销量便突破 2100 台。
- 盈利预测与估值

预计公司 2024-2026 年收入为 66、76、88 亿元，同比增长 12%、15%、16%；归母净利润为 8.6、10.2、12.2 亿元，同比增长 7%、18%、20%，对应 PE 为 17、15、12 倍，2023-2026 年归母净利润复合增速 15%，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示
 - 1) I 型车替换内燃叉车进度不及预期；2) II、III 型车销量增长不及预期；3) 地缘政治冲突，贸易环境、竞争格局恶化；4) 叉式移动机器人技术突破不及预期。

投资评级：买入(首次)

分析师：邱世梁
执业证书号：S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君
执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

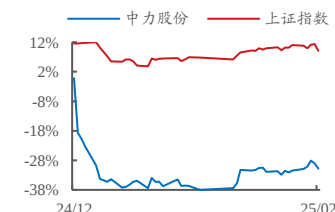
分析师：何家恺
执业证书号：S1230523080007
hejiakai@stocke.com.cn

研究助理：蒋逸
jiangyi01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 37.68
总市值(百万元)	15,109.68
总股本(百万股)	401.00

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5921	6623	7597	8799
(+/-) (%)	18.16%	11.85%	14.71%	15.82%
归母净利润	806	864	1016	1221
(+/-) (%)	28.51%	7.22%	17.58%	20.17%
每股收益(元)	2.37	2.15	2.53	3.04
P/E	19	17	15	12
ROE	32.59%	25.73%	23.40%	22.30%

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2024-2026 年收入为 66、76、88 亿元，同比增长 12%、15%、16%；归母净利润为 8.6、10.2、12.2 亿元，同比增长 7%、18%、20%，对应 PE 为 17、15、12 倍，2023-2026 年归母净利润复合增速 15%，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) **I 型车**：2024-2026 年国内销量增速为 19.1%、27.1%、26.4%，国内单价为 8、8、8 万元/台；国外销量增速为 20.9%、22.3%、21.2%，国外单价为 12、12.3、12.6 万元/台。总体销售毛利率为 27%、27.5%、28%。
- 2) **II 型车**：2024-2026 年国内销量增速为 25.6%、23%、22.9%，国内单价为 7.5、7.6、7.7 万元/台；国外销量增速为 1.8%、3%、2.6%，国外单价为 9.7、9.9、10.1 万元/台。总体销售毛利率为 42%、41.5%、41%。
- 3) **III 型车**：2024-2026 年国内销量增速为 8%、8%、8%，国内单价为 6800、6900、7000 元/台；国外销量增速为 13.2%、8.9%、8.8%，国外单价为 1.4、1.42、1.44 万元/台。总体销售毛利率为 29%、29.5%、30%。
- 4) **内燃叉车**：2024-2026 年国内销量增速为 -10.2%、1.0%、1.0%，国内单价为 5、5、5 万元/台；国外销量增速为 -1.5%、-18%、-22.8%，国外单价为 8.2、8.2、8.2 万元/台。总体销售毛利率为 13%、12.5%、12%。
- 5) **零部件**：2024-2026 年收入增速为 5%、10%、15%，毛利率为 41%、42%、43%。
- 6) **其他业务**：2024-2026 年收入增速为 5%、10%、15%，毛利率为 25%、24%、24%。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：1) 叉车电动化率已达到较高水平，后续增速可能放缓；2) I 型车替代内燃叉车空间虽大，但公司传统优势车型在于 III 型车，市场担心优势难以迁移。

我们认为：1) 公司短短 20 年便完成了从初创企业到行业技术引领者的蜕变，其核心竞争力在于优秀的创新能力而非产品本身。公司有望受益于行业景气上行及存量内燃叉车替换需求的释放，驱动业绩持续增长、行业地位持续提升；2) 从推出明星产品小金刚引领行业搬运方式变革、推出油改电叉车打响“蓝天保卫战”第一枪等一系列事件可以看出，公司在洞察行业趋势、捕捉市场需求方面展现出了较高水准；3) 物流环节智能化为大势所趋，公司在叉式移动机器人方面的布局已初见成效，结合公司卓越的创新力，叉式移动机器人有望成为公司全新增长极。

● 股价上涨的催化因素

1) I、II、III 型车销售超预期；2) 叉式移动机器人普及速度超预期；3) 公司技术取得突破

● 风险提示

1) I 型车替换内燃叉车进度不及预期；2) II、III 型车销量增长不及预期；3) 地缘政治冲突，贸易环境、竞争格局恶化；4) 叉式移动机器人技术突破不及预期

正文目录

1 中力股份：全球电动叉车龙头，行业地位稳步提升	7
1.1 电动叉车快速崛起，行业地位稳步提升	7
1.2 公司股权结构清晰，实控人技术背景深厚	8
1.3 公司业绩高速增长，盈利能力持续提升	9
2 叉车行业：电动化+国际化持续推进，有望迎来内外需共振	11
2.1 全球叉车市场：电动化快速推进，市场格局较为集中	12
2.1.1 行业 2013-2023 年销量 CAGR=8%，中国为最主要叉车消费国	12
2.1.2 电动化：电动叉车优势明显，电叉渗透率持续提升	13
2.1.3 竞争格局：全球 CR3 收入占比 55%，国产龙头销量占比高但营收占比低	15
2.2 中国叉车市场：电叉销量高速增长，龙头公司国际化持续推进	17
2.2.1 电动化：2013-2023 年中国电动叉车销量 CAGR=25%，增速高于全球平均	17
2.2.2 国际化：中国叉车出口量快速增长，龙头公司国际化收入占比稳步提升	18
2.2.3 国内竞争格局：杭叉、合力、中力三足鼎立，行业集中度持续提高	20
2.3 需求：内外需有望共振，预计 2023-2026 年叉车销量 CAGR 为 6%	20
3 公司护城河：坚持创新引领战略，电动化+国际化全方位布局	22
3.1 公司电叉远销全球，受益于存量内燃叉车替换	22
3.1.1 公司为电动叉车龙头，2023 年 III 型车全球市占率超 22%	22
3.1.2 公司受益于存量内燃叉车替换，油改电技术发力空间大	24
3.1.3 旗下三大品牌协同发力，积极开拓海外市场	26
3.2 产品端：坚持创新驱动发展，引领行业技术变革	28
3.3 客户端：产品口碑上佳，优质客户持续开拓	30
3.4 叉式移动机器人有望打造公司新增长极	31
3.4.1 全球仓储自动化市场坡长雪厚，叉式移动机器人蓄势待发	31
3.4.2 针对化定制解决方案，公司搬马机器人走进千企万厂	32
3.5 募投项目聚焦电动叉车、机器人等领域	33
4 盈利预测与估值	36
5 风险提示	38

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	7
图 2: 公司产品分类.....	8
图 3: 2021-2024H1 公司电动叉车销量占比超过 95%.....	8
图 4: 2021-2024H1 公司电动叉车收入占比超过 70%.....	8
图 5: 公司股权结构（截至 2025 年 2 月 27 日）.....	9
图 6: 2019-2023 年公司营收 CAGR=28.6%.....	9
图 7: 2019-2024Q3 公司归母净利润 CAGR=52.3%.....	9
图 8: 2019-2023 年公司 ROE 保持在 30%以上.....	10
图 9: 公司毛利率、净利率持续提升.....	10
图 10: 公司费用率稳中有降.....	10
图 11: 公司各版块业务毛利率.....	11
图 12: 2019-2023 年国际化收入 CAGR=32.0%.....	11
图 13: 美国收入近年来持续降低.....	11
图 14: 工业车辆的分类.....	12
图 15: 2022 年我国叉车下游占比.....	12
图 16: 2013-2023 年, 全球叉车销量 CAGR=8.0%.....	12
图 17: 2023 年, 亚、欧市场分别占全球叉车总销量的 47%、30%.....	12
图 18: 2013-2023 年, 中国市场叉车销量 CAGR=12.2%.....	13
图 19: 电动叉车（铅酸电池）与内燃叉车（柴油）经济性对比.....	13
图 20: 2013-2023 年全球电动叉车销量 CAGR=11.2%.....	14
图 21: 2013-2023 年全球 III 型叉车销量 CAGR=13.5%.....	14
图 22: 中国锂电叉车渗透率快速提升.....	15
图 23: 2023 年全球叉车行业营收 CR3=55%.....	15
图 24: 2023 年全球叉车收入规模前十的企业.....	15
图 25: 2023 年中国叉车企业全球营收份额.....	16
图 26: 2023 年全球叉车销量份额.....	16
图 27: III 型车均价显著低于 I、II 型车.....	16
图 28: 2023 年全球电动叉车销量结构中 III 型车占比为 65%.....	17
图 29: 2023 年中国电动叉车销量结构中 III 型车占比为 76%.....	17
图 30: 2013-2023 年中国电动叉车销量 CAGR=24.5%.....	17
图 31: 2013-2023 年中国 III 型叉车销量 CAGR=29.5%.....	17
图 32: 2013-2023 年, 中国叉车电动化率从 27%提升至 68%.....	18
图 33: 2022 年中国叉车企业交期短于欧美同行.....	18
图 34: 2013-2024 年, 我国叉车出口量 CAGR=16.9%.....	19
图 35: 2019-2024 年, 我国电动叉车出口量 CAGR=30.7%.....	19
图 36: 2020-2023 年, 龙头公司海外收入占比趋势性提升.....	19
图 37: 杭叉集团海外收入毛利率高于中国大陆收入.....	19
图 38: 安徽合力海外收入毛利率高于中国大陆收入.....	19
图 39: 诺力股份海外收入毛利率高于中国大陆收入.....	19
图 40: 2021 年中国叉车市场 CR3=63%.....	20
图 41: 2023 年安徽合力、杭叉集团、中力股份营收情况.....	20
图 42: 中国叉车内销量月同比增速与制造业 PMI 相关度较高.....	20
图 43: 中国叉车内销量月同比增速与物流业景气指数相关性较高.....	21

图 44: 中国叉车销量月同比增速与仓储指数有一定相关性	21
图 45: 预计 2023-2026 年全球叉车销量 CAGR=6.3%	22
图 46: 公司电动叉车销量及市场份额	22
图 47: 公司内燃叉车销量及市场份额	22
图 48: 2021-2023 年公司 I 型车销量 CAGR=32.9%	23
图 49: 2021-2023 年公司 II 型车销量 CAGR=20.7%	23
图 50: 2021-2023 年公司 III 型车销量 CAGR=0.8%	23
图 51: 2021-2023 年公司 V 型车销量 CAGR=45.3%	23
图 52: 公司电动叉车毛利率位居行业领先水平	24
图 53: 公司内燃叉车毛利率与同行的比较	24
图 54: 2023 年全球平衡重叉车电动化率为 40%	24
图 55: 2023 年中国平衡重叉车电动化率为 31%	24
图 56: 第 T 年销售的叉车生命周期内当期报废率假设	25
图 57: 2023 年全球内燃平衡重叉车存量约 420 万台	25
图 58: 预计 2024-2026 年全球内燃平衡重叉车每年的更新需求为 49.4、50.7、52.0 万台	25
图 59: 内燃叉车年运维费用超 3 万元	26
图 60: 公司电叉租赁/换新方案	26
图 61: 中力三大品牌	27
图 62: 公司销售网络遍布全球	27
图 63: 公司海外业务收入占比在行业中为较高水平	28
图 64: 2011 年公司推出铁臂小金刚电搬车	28
图 65: 小金刚系列迭代历程	28
图 66: 中力 CK-05 电动拣料车	29
图 67: 中力变金刚五大亮点	29
图 68: 2019 年推出小金刚叉车	30
图 69: 2019 年推出新一代小金刚电搬车	30
图 70: 2020 年推出油改电叉车	30
图 71: 2020 年推出搬马机器人	30
图 72: 公司部分客户	31
图 73: 公司客户开拓史 (部分)	31
图 74: 2023 年全球仓储自动化解决方案市场规模为 4654 亿人民币	31
图 75: 叉式移动机器人主要应用环节	32
图 76: 叉式移动机器人类型	32
图 77: 2019-2023 年全球叉式移动机器人销量 CAGR=52.3%, 中国 CAGR=63.9%	32
图 78: 2018-2023 年中国叉式移动机器人市场规模 CAGR=36.7%	32
图 79: 产品级、模式级、系统级三层级布局, 解决方案定制化	33
图 80: 公司智能搬运解决方案已在多行业取得应用	33
图 81: 公司全系搬马机器人亮相 2024 年双 11 活动现场	33
图 82: 中力 X-Mover 自动搬运车	34
图 83: 过去/未来搬运模式对比	34
图 84: 2024 年 9 月 28 日湖北中力第 10000 台整车下线	35
图 85: 湖北中力焊接现场	35
图 86: 公司分业务预测	37
图 87: 可比公司估值表 (截至 2025.2.28)	37

表 1：募投项目情况.....	33
表附录：三大报表预测值.....	39

1 中力股份：全球电动叉车龙头，行业地位稳步提升

1.1 电动叉车快速崛起，行业地位稳步提升

公司成立于2007年，现已成长为国内电动叉车领军企业。自成立以来，公司专注于电动叉车等机动工业车辆的研发、生产和销售，深耕叉车领域十余年，产品广泛应用于物流仓储、电气机械、食品饮料、电子商务等领域。2012年，公司推出明星产品小金刚，推动行业从手动搬运向电动搬运变革；2013年起，公司电动仓储叉车产销量连续11年位居国内同行业第一；2019年起，公司锂电池叉车产销量连续五年位居国内第一；2023年，公司在全球叉车制造商排行榜中位列第十二；2024年12月，公司登陆上交所。经过近二十年的发展，公司已树立起良好的品牌形象，行业地位稳步提升，目前，公司正朝着实现绿色化、数字化、智能化搬运的方向继续发展。

图1：公司发展历程



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

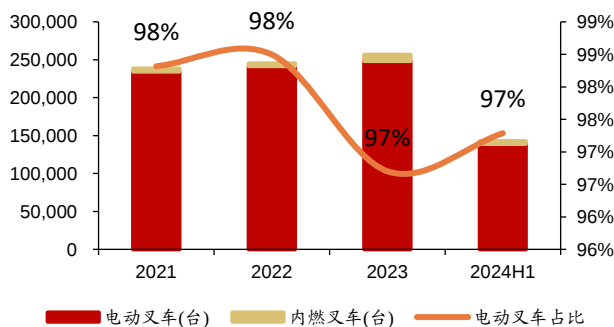
公司主营产品为电动叉车和内燃叉车。2021-2023年，公司电动叉车销量从23.4万台增长至24.8万台，收入从31.7亿元增长至44.8亿元；内燃叉车销量从4012台增长至8473台，收入从2.7亿元增长至5.0亿元。2024H1，公司销售电动叉车13.9万台，实现收入22.9亿元；销售内燃叉车3875台，实现收入2.4亿元。自2021年起，电动叉车贡献了95%以上的销量和70%以上的收入，是公司最主要的产品。

图2：公司产品分类



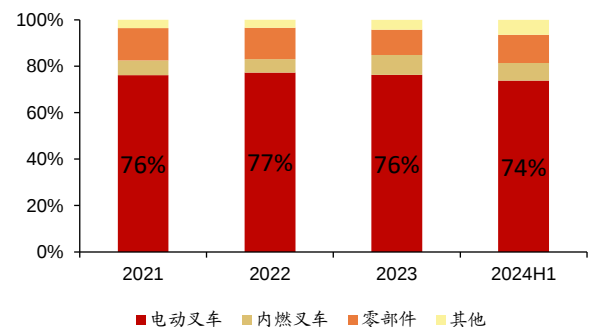
资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图3：2021-2024H1 公司电动叉车销量占比超过 95%



资料来源：公司招股书，公司公告，浙商证券研究所

图4：2021-2024H1 公司电动叉车收入占比超过 70%

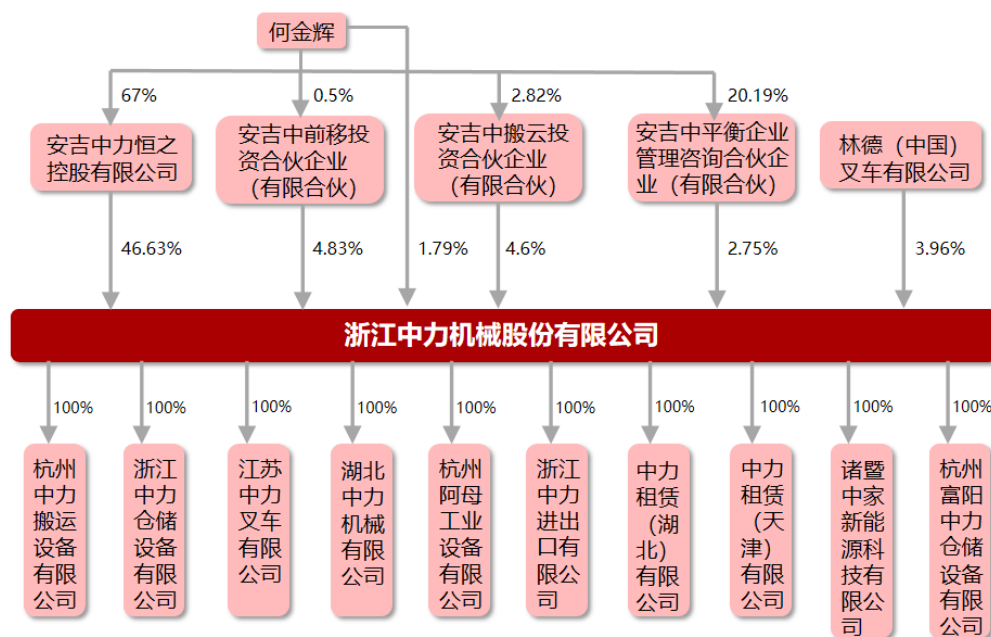


资料来源：公司招股书，公司公告，浙商证券研究所

1.2 公司股权结构清晰，实控人技术背景深厚

公司股权结构清晰，董事长何金辉通过直接、间接的方式持有公司超过 33%的股权，系公司实际控制人。董事长何金辉为西南交大机械工程硕士，从事机械设计与制造相关技术工作三十余年，项目及团队管理经验丰富，熟悉国家及世界叉车行业标准，了解行业技术前沿，曾主持“叉车制造中的结构焊接变形控制系统研制及产业化”等项目的开发工作，技术背景深厚。

图5：公司股权结构（截至 2025 年 2 月 27 日）

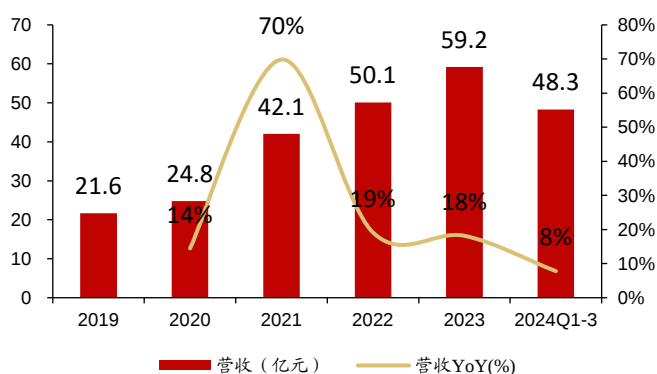


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 公司业绩高速增长，盈利能力持续提升

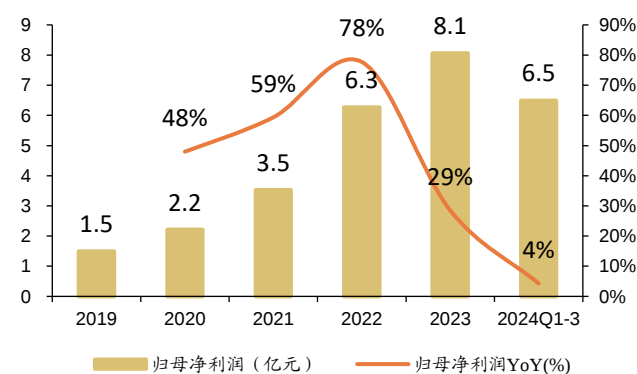
公司发展势头强劲，业绩高速增长。2019-2023 年，公司营收从 21.6 亿元增长至 59.2 亿元，CAGR=28.6%；归母净利润从 1.5 亿元增长至 8.1 亿元，CAGR=52.3%。2024Q1-3，公司实现营收 48.3 亿元，同比增长 7.8%；实现归母净利润 6.5 亿元，同比增长 4.3%。

图6：2019-2023 年公司营收 CAGR=28.6%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

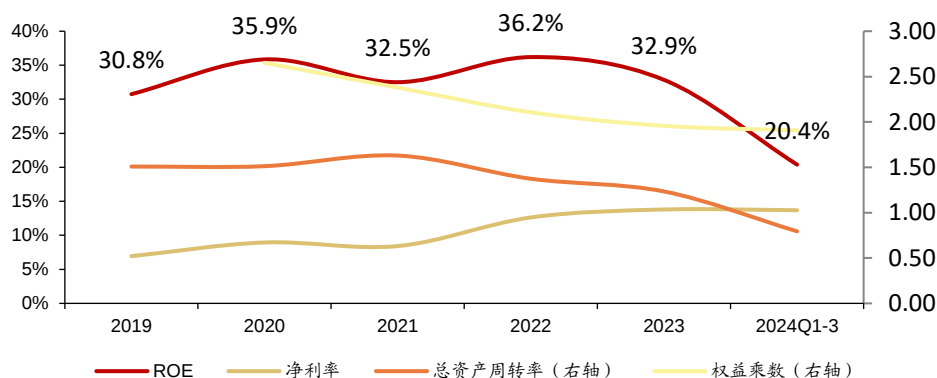
图7：2019 -2024Q3 公司归母净利润 CAGR=52.3%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司 ROE 维持高位，2019-2023 年，公司 ROE 在 30%以上波动；2024Q1-3，ROE 为 20.4%。分解来看，2019-2023 年间公司总资产周转率、权益乘数呈小幅下降态势，2024Q3 总资产周转率、权益乘数分别为 0.79、1.91；净利率稳步提升，2019-2023 年净利率从 6.9% 提升至 13.8%，2024Q1-3 净利率为 13.7%。

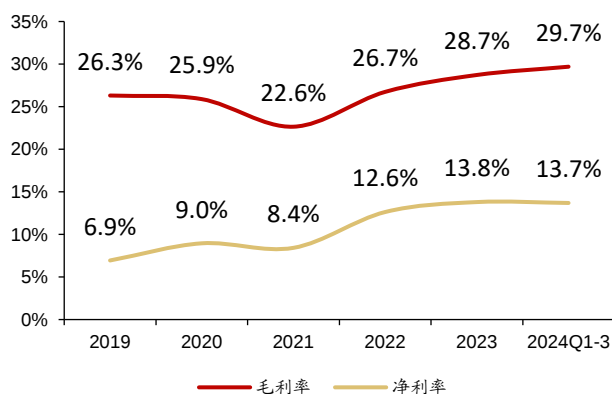
图8：2019-2023 年公司 ROE 保持在 30%以上



资料来源：Wind，浙商证券研究所

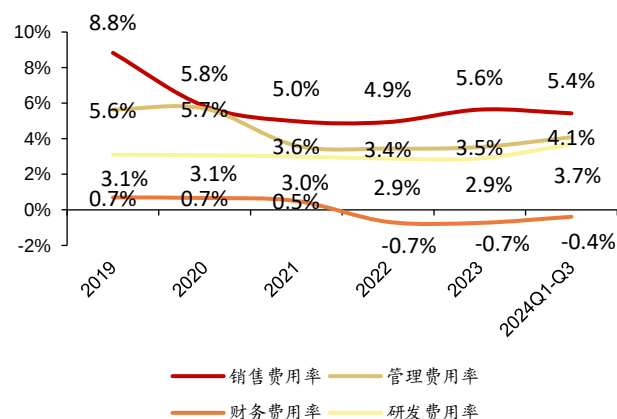
公司盈利能力持续提升，费用率稳中有降。2019-2023 年，公司毛利率小幅下降后持续走高，2021-2023 年，毛利率从 23%提升至 29%，2024Q1-3 进一步提升至 30%。费用率方面，2019-2021 年公司费用率下行明显，2021-2023 年费用率基本稳定；2024Q1-3，公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 5.4%、4.1%、-0.4%、3.7%。

图9：公司毛利率、净利率持续提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

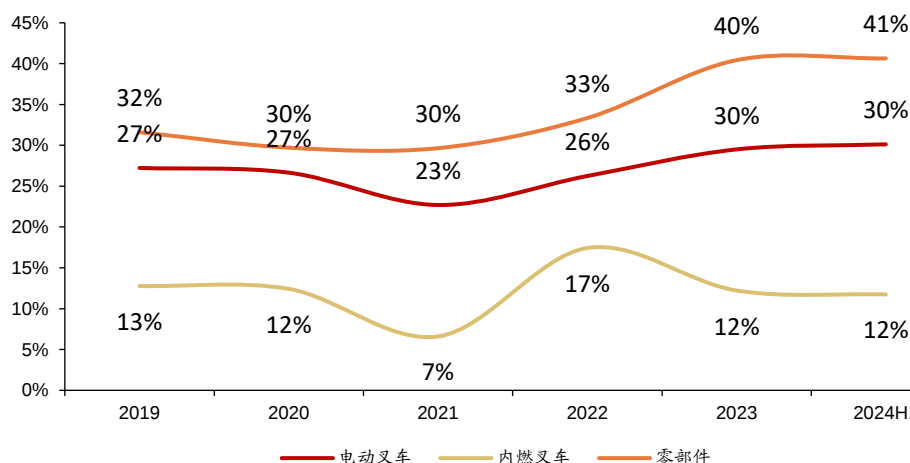
图10：公司费用率稳中有降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2021-2024H1 公司核心板块电动叉车毛利率稳步提升。2019-2023 年，1) 电动叉车毛利率先降后升：2021 年到达阶段低点 23%后开始提升，2024H1 为 30%；2) 内燃叉车毛利率低于电动叉车：2019-2024H1，毛利率在 7%-17%间波动；3) 零部件毛利率高于电动叉车，走势相仿：2021 年到达阶段低点 30%后开始提升，2024H1 为 41%。

图11: 公司各版块业务毛利率

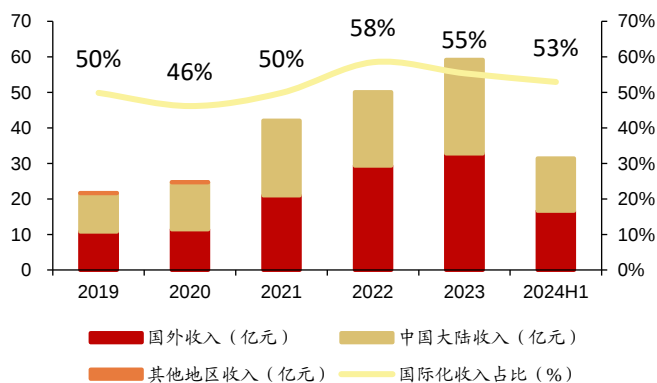


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

公司国际化加速推进, 海外营收占比较高。2019-2023 年, 公司国际化收入从 10.8 亿元增长至 32.8 亿元, CAGR=32.0%, 占比从 50%增长至 55%; 2024H1, 公司实现国际化收入 16.6 亿元, 占比为 53%。

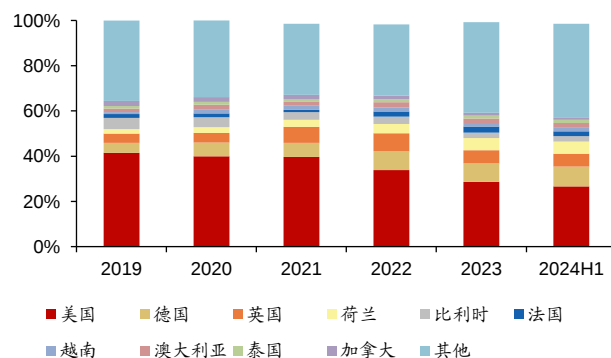
公司销售区域趋向多元化。分国家来看, 美国为公司产品主要销售市场, 近年来收入占比逐步回落, 2019-2024H1, 美国收入占海外收入的比重从 41%回落至 27%; 德国为公司第二大产品销售市场, 近年来收入占比有所提升, 2019-2024H1, 德国收入占海外收入的比重从 4%提升至 9%。总体来看, 公司产品销售市场趋于多元, 单一市场风险逐步分散。

图12: 2019-2023 年国际化收入 CAGR=32.0%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 美国收入近年来持续降低



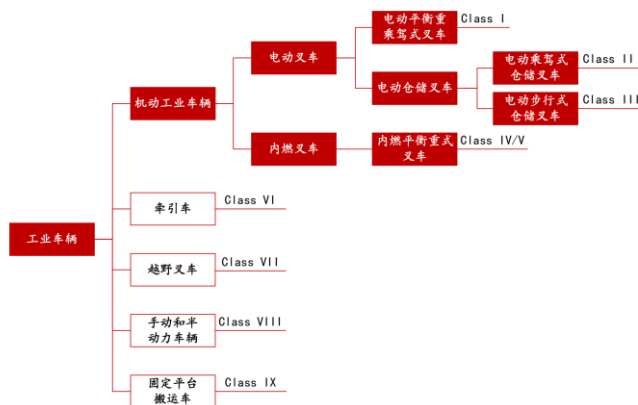
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 叉车行业: 电动化+国际化持续推进, 有望迎来内外需共振

叉车即机动工业车辆, 是工业车辆中的重要品种。工业车辆是指设计用于搬运、牵引、推顶、起升、堆垛或在货架上分层堆垛各种货物, 带有动力或非动力驱动装置的轮式车辆。工业车辆包括 I-IX (对应数字 1-9) 九种型号的车辆, 其中 I-V 型为机动工业车辆, 即叉车, 可进一步分为电动叉车 (I-III 型) 和内燃叉车 (IV、V 型)。

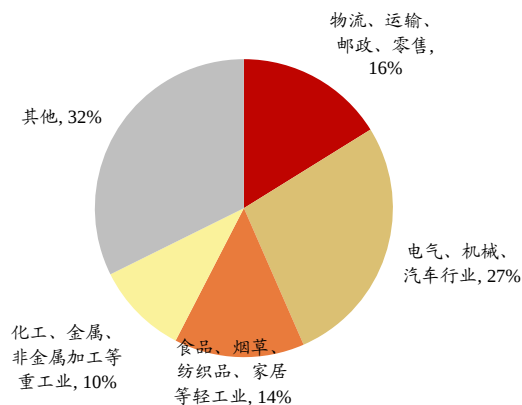
叉车下游应用广泛，其中制造业和物流运输业为最主要的应用领域。叉车上游主要包括结构件、锂电池相关材料、钢材、电机、发动机等；下游应用广泛，包括电气、机械、汽车、食品、化工、金属、物流等。2022 年，我国叉车的下游应用结构中制造业占比约为 52%，物流转运类占比约为 16%，是叉车最主要的应用领域。

图14：工业车辆的分类



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图15：2022 年我国叉车下游占比



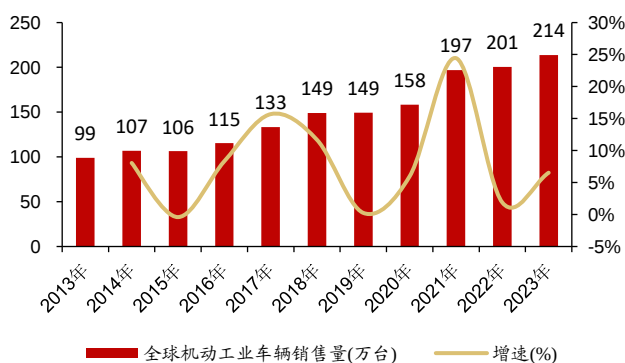
资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

2.1 全球叉车市场：电动化快速推进，市场格局较为集中

2.1.1 行业 2013-2023 年销量 CAGR=8%，中国为最主要叉车消费国

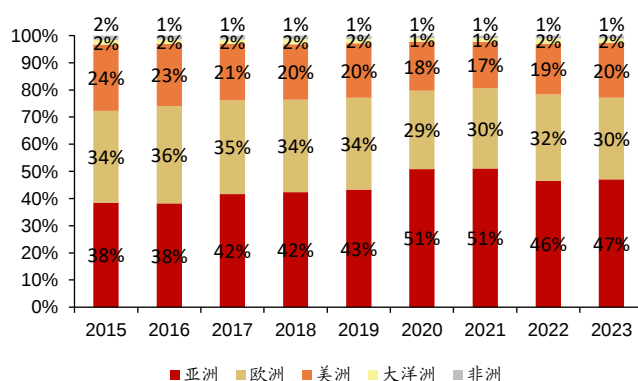
过去十年全球叉车销量快速增长，其中亚洲、欧洲为主要消费市场。2013-2023 年，全球叉车的销量从 99 万台增长至 214 万台，CAGR=8.0%。分销售区域来看，亚洲、欧洲是叉车的主要消费市场，2023 年销往亚洲地区的叉车数量占全球总销量的 47%，欧洲地区为 30%。

图16：2013-2023 年，全球叉车销量 CAGR=8.0%



资料来源：世界工业车辆统计协会，浙商证券研究所

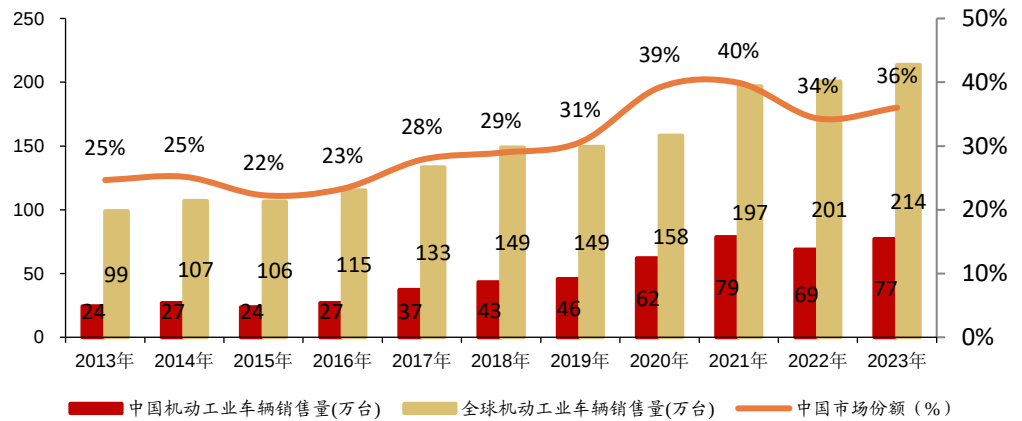
图17：2023 年，亚、欧市场分别占全球叉车总销量的 47%、30%



资料来源：世界工业车辆统计协会，浙商证券研究所

中国是全球叉车最主要的消费国家，自 2009 年以来，中国的叉车消费量稳居世界第一。2013-2023 年，中国市场叉车消费量从 24 万台增长至 77 万台，CAGR=12.2%；占全球总消费量的份额从 25%提升至 36%。

图18: 2013-2023 年, 中国市场叉车销量 CAGR=12.2%



资料来源: 世界工业车辆统计协会, 浙商证券研究所

2.1.2 电动化: 电动叉车优势明显, 电叉渗透率持续提升

(一) 全球叉车电动化率快速提升, 2023 年已达到 72%

电动叉车主要使用铅酸电池或锂电池作为动力来源, 全生命周期内, 电动叉车的经济性好于内燃叉车。电动叉车的优势在于噪音低、污染少、维保费用低, 缺点在于续航能力较差, 在低温中续航能力进一步下降; 内燃叉车主要依靠柴油驱动, 其优势在于续航能力强、动力充足, 缺点在于运行噪音大、产生尾气污染、维保费用更高。根据测算, 一台 2.5 吨的铅酸电动叉车工作 6 年的总费用约 21 万元, 同吨位柴油内燃叉车工作 6 年的总费用则为 39 万元, 电动叉车经济性优势明显。

图19: 电动叉车 (铅酸电池) 与内燃叉车 (柴油) 经济性对比

吨位	费用类别	电动叉车 (铅酸电池)	内燃叉车
1.5T	初始费用	8万 (车身6万+电池2万) 电池: 48V420Ah	5.8万 发动机: 新柴4N23G31
	燃料费用	充电耗电量31.2度/次, 电费1.2元/度 满电使用7小时, 年使用1800小时 电费0.96万元/年	一般工况耗油3L/小时, 油费7.04元/L 年使用1800小时, 燃油费用3.8万元/年
	维保费用	电池: 2万元, 3年更换, 残值20% 损耗合计: 0.15(维保)+0.53(电池损耗)=0.68万/年	0.3万/年
	年总费用	0.96+0.68=1.65万	3.8+0.3=4.1万
	3年总费用	6+1.65×3=10.95万	5.8+4.1×3=18.1万
	6年总费用	6+1.65×6=15.9万	5.8+4.1×6=30.4万
	9年总费用	6+1.65×9=20.85万	5.8+4.1×9=42.8万
2.5T	初始费用	9.8万 (车身7万+电池价格2.8万) 电池: 48V630Ah	5.9万 发动机: 新柴4D27G31
	燃料费用	充电耗电量47度/次, 电费1.2元/度 满电使用7小时, 年使用1800小时 电费1.45万元/年	一般工况耗油4L/小时, 油费7.04元/L 年使用1800小时, 燃油费用5.07万元/年
	维保费用	电池: 2.8万元, 3年更换, 残值20% 损耗合计: 0.15(维保)+0.75(电池损耗)=0.9万/年	0.3万/年
	年总费用	1.45+0.9=2.35万	5.07+0.3=5.37万
	3年总费用	7+2.35×3=14.05万	5.9+5.37×3=22.01万
	6年总费用	7+2.35×6=21.1万	5.9+5.37×6=39.12万
	9年总费用	7+2.35×9=28.15万	5.9+5.37×9=54.23万
3T	初始费用	11.6万 (车身8万+电池3.6万) 电池: 80V500Ah	6万 发动机: 新柴4D27G31
	燃料费用	充电耗电量62度/次, 电费1.2元/度 满电使用7小时, 年使用1800小时 电费1.9万元/年	一般工况耗油5L/小时, 油费7.04元/L 年使用1800小时, 燃油费用6.34万元/年
	维保费用	电池: 3.6万元 3年更换残值15% 损耗合计: 0.15(维保)+1.02(电池损耗)=1.17万/年	0.3万/年
	年总费用	1.9+1.17=3.07万	6.34+0.3=6.64万
	3年总费用	8+3.07×3=17.21万	6+6.64×3=25.92万
	6年总费用	8+3.07×6=26.42万	6+6.64×6=45.84万
	9年总费用	8+3.07×9=35.63万	6+6.64×9=65.76万

资料来源: 台优叉车官网, 浙商证券研究所

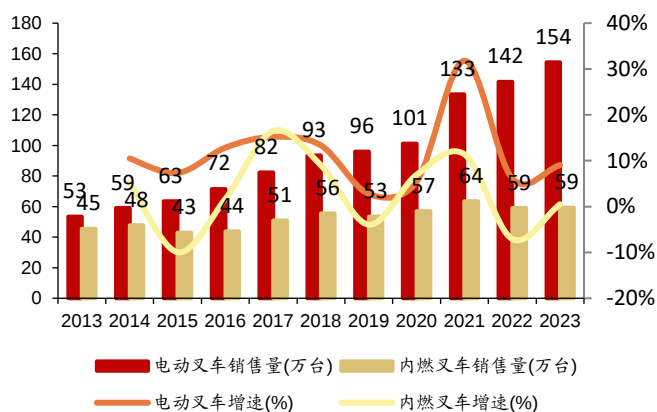
2013-2023 年，全球电动叉车销量从 53 万台增长至 154 万台，CAGR=11.2%，增速快于内燃叉车（内燃叉车 CAGR=2.7%）；电动叉车的渗透率从 54%提升至 72%。分类型来看：

1) I 型车：即电动平衡重乘驾式叉车，车辆尾部有配重，载重和自重较大，是内燃平衡重叉车的替代品种。2013-2023 年 I 型车销量从 15 万台增长至 40 万台，CAGR=9.8%。

2) II 型车：即电动乘驾式仓储叉车，主要覆盖在窄巷道场景下的物料搬运和堆垛作业（通常平衡重式叉车由于体积较大，无法完成该场景下的作业）。2013-2023 年 II 型车销量从 10 万台增长至 15 万台，CAGR=4.0%；

3) III 型车：即电动步行式仓储叉车，其体型较小，使用者在叉车后行走而非乘驾。2013-2023 年 III 型车销量从 28 万台增长至 100 万台，CAGR=13.5%，是三类电动叉车中销量增速最高的类型。

图20： 2013-2023 年全球电动叉车销量 CAGR=11.2%



资料来源：世界工业车辆统计协会，浙商证券研究所

图21： 2013-2023 年全球 III 型叉车销量 CAGR=13.5%



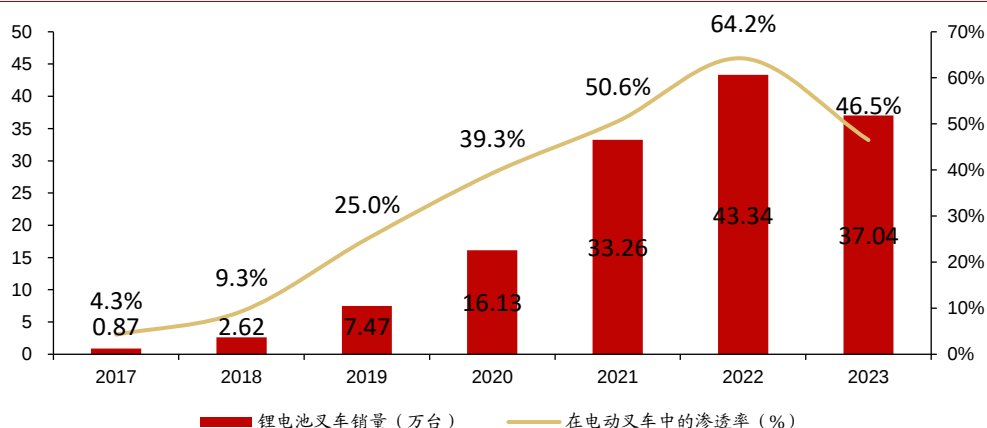
资料来源：世界工业车辆统计协会，浙商证券研究所

（二）锂电叉车优势凸显，未来有望加速替代铅酸电池

相比铅酸电池，锂电池优点明显，未来有望加速替代。传统电动叉车采用的铅酸电池充放电次数少、充电时间较长、使用寿命短、维护要求高、对环境的影响较大。锂电池则具备以下优势：1) 质量轻、体积小、能量密度高，锂电叉车车型更加紧凑，整车稳定性更高；2) 充电速度更快、使用寿命更长、维护成本较低、更加绿色环保。

2017-2023 年，中国锂电叉车销量从 0.87 万台快速增长至 37.04 万台，CAGR=86.9%，锂电叉车在电动叉车中的渗透率从 4.3%快速提升至 46.5%。锂电池优势明显，预计将进一步替代铅酸电池，成为后续叉车电动化的主要驱动力。

图22: 中国锂电叉车渗透率快速提升

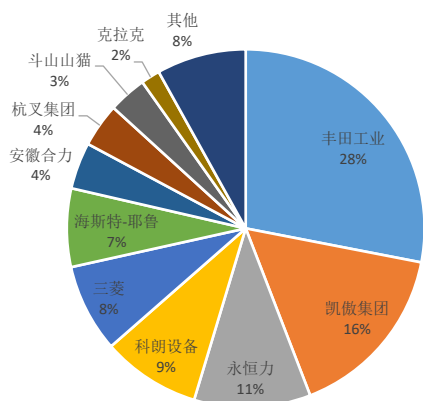


资料来源: 中国工程机械工业协会工业车辆分会, 浙商证券研究所

2.1.3 竞争格局: 全球 CR3 收入占比 55%，国产龙头销量占比高但营收占比低

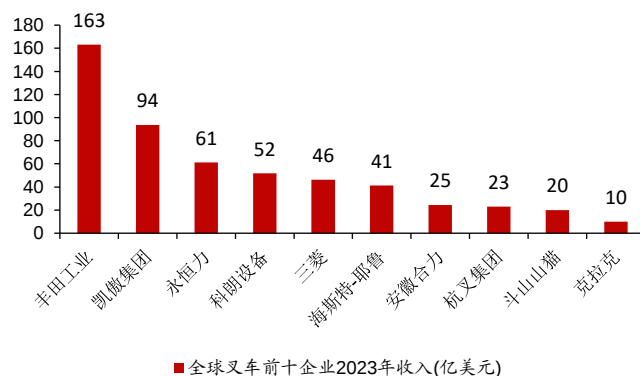
全球叉车行业集中度较高，2023 年营收 CR3=55%。2023 年，全球叉车收入规模排名前三的企业分别为丰田工业（163 亿美元，份额 28%）、凯傲集团（94 亿美元，份额 16%）、永恒力（61 亿美元，份额 11%），CR3=55%。

图23: 2023 年全球叉车行业营收 CR3=55%



资料来源: MMH 现代物料搬运, 浙商证券研究所

图24: 2023 年全球叉车收入规模前十的企业

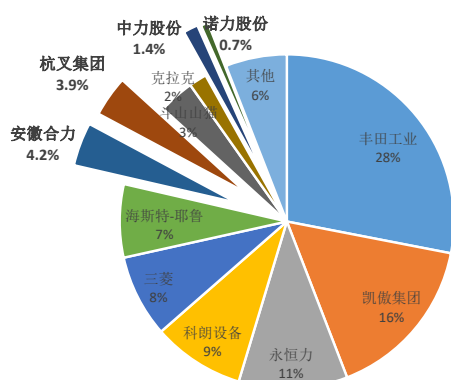


资料来源: MMH 现代物料搬运, 浙商证券研究所

中国企业营收份额低而销量份额高，反映出中国企业的收入结构与国际龙头存在一定差异。2023 年，中国叉车企业杭叉集团、安徽合力、中力股份、诺力股份的叉车收入分别为 24.5 亿美元、23.0 亿美元、8.3 亿美元、4.2 亿美元，全球营收份额分别为 4.2%、3.9%、1.4%、0.7%，**四家公司的合计份额为 10.2%**。

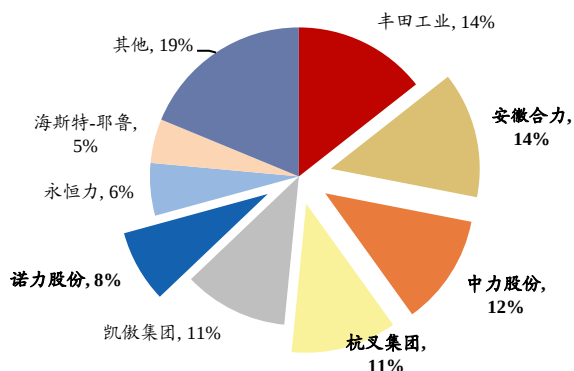
2023 年，安徽合力、中力股份、杭叉集团、诺力股份的叉车销量分别为 29.2、25.7、24.6、16.8 万台，全球销量份额分别为 14%、12%、11%、8%，**合计份额为 45%，远高于四家企业的营收合计份额（10.2%）。**

图25：2023 年中国叉车企业全球营收份额



资料来源：MMH 现代物料搬运，浙商证券研究所

图26：2023 年全球叉车销量份额

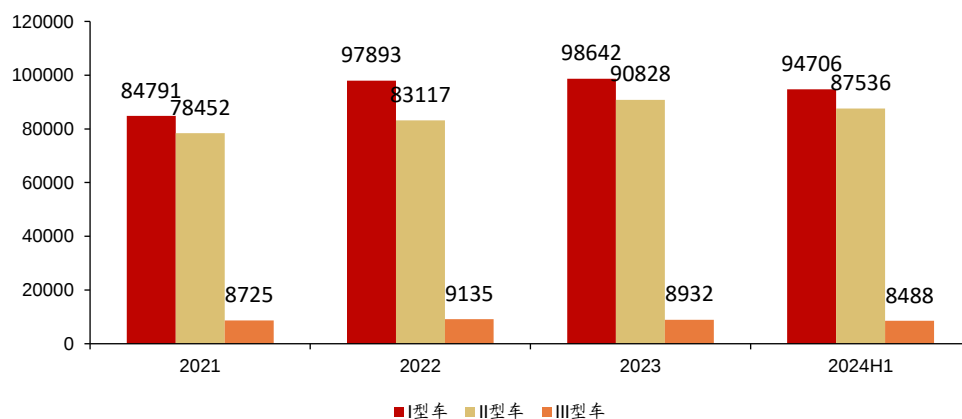


资料来源：公司公告，中叉网 I 叉车网公众号，浙商证券研究所

营收和销量份额的差异反映了：1）中国叉车企业产品单价低于国际龙头；2）中国叉车企业的收入中高单价产品占比较低，收入结构仍有优化空间。

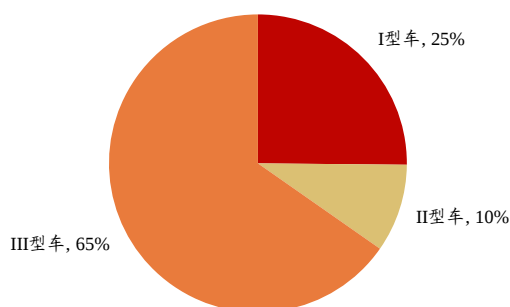
根据中力股份招股书披露，2023 年公司 I 型车均价为 9.9 万/台，II 型车均价为 9.1 万/台，III 型车均价为 0.9 万/台，III 型车的均价显著低于 I、II 型。2023 年的全球叉车销售结构中，III 型车占比为 65%，而中国的 III 型车销售占比为 76%，高于全球平均水平，销售结构仍有优化空间。

图27：III 型车均价显著低于 I、II 型车



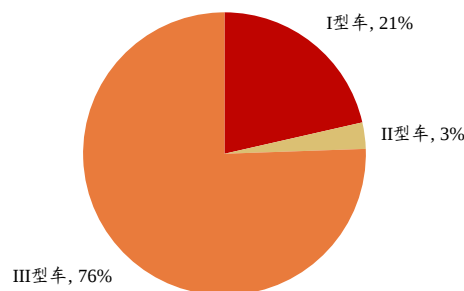
资料来源：中力股份招股说明书，浙商证券研究所

图28： 2023 年全球电动叉车销量结构中 III 型车占比为 65%



资料来源：世界工业车辆统计协会，浙商证券研究所

图29： 2023 年中国电动叉车销量结构中 III 型车占比为 76%



资料来源：中国工程机械协会工业车辆分会，浙商证券研究所

2.2 中国叉车市场：电叉销量高速增长，龙头公司国际化持续推进

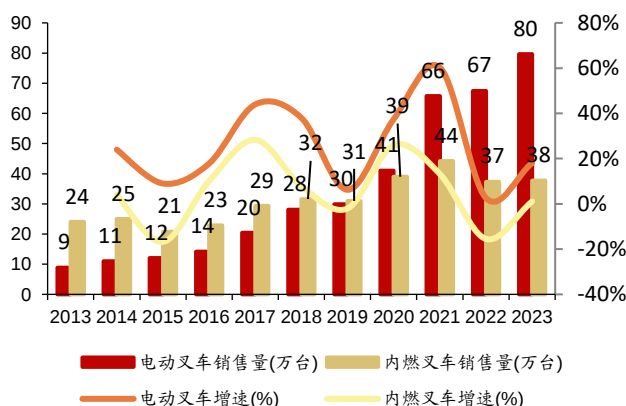
2.2.1 电动化：2013-2023 年中国电动叉车销量 CAGR=25%，增速高于全球平均

2013-2023 年，中国叉车销量从 33 万台增长至 117 万台，CAGR=13.6%（全球 CAGR=8.0%），其中电动叉车销量从 9 万台增长至 80 万台，CAGR=24.5%，增速高于全球平均（全球电动叉车 CAGR=11.2%）。分类型来看：

- 1) I 型车：2013-2023 年 I 型车销量从 3.3 万台增长至 17.1 万台，CAGR=17.8%。
- 2) II 型车：2013-2023 年 II 型车销量从 1.0 万台增长至 2.4 万台，CAGR=9.5%；
- 3) III 型车：2013-2023 年 I 型车销量从 4.6 万台增长至 60.2 万台，CAGR=29.4%。

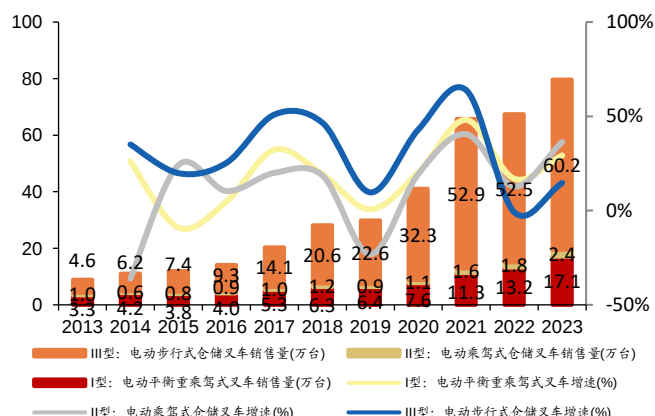
中国三类电动叉车的销量增速均高于全球平均，电动化高速推进，2013-2023 年，中国叉车电动化率从 27% 提升至 68%，提升幅度达 41 pct；同期全球叉车电动化率从 54% 提升至 72%，提升幅度为 18 pct。

图30： 2013-2023 年中国电动叉车销量 CAGR=24.5%



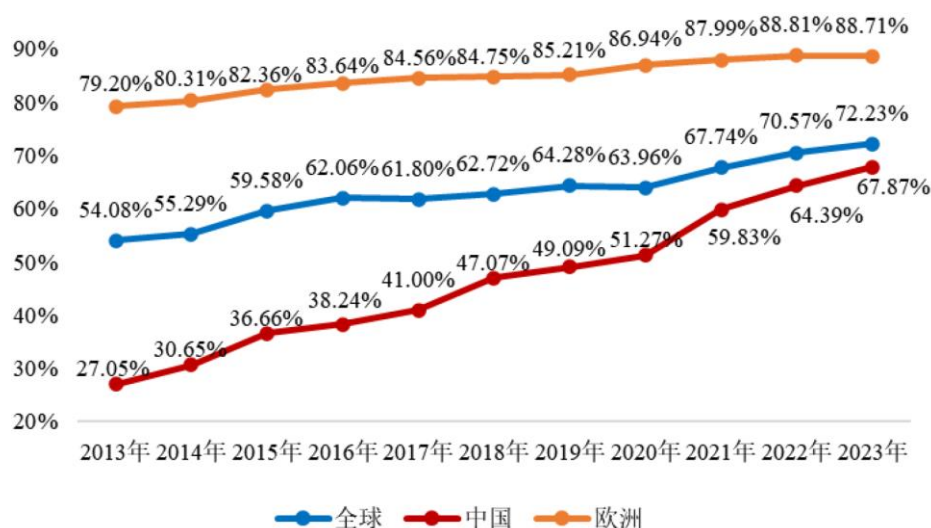
资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，浙商证券研究所

图31： 2013-2023 年中国 III 型叉车销量 CAGR=29.5%



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，浙商证券研究所

图32: 2013-2023 年, 中国叉车电动化率从 27%提升至 68%

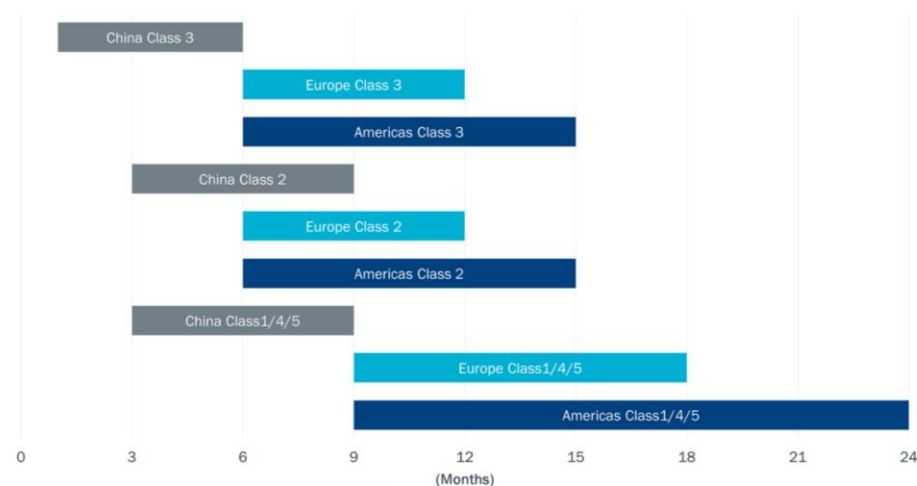


资料来源: 世界工业车辆统计协会, 中国工程机械工业协会工业车辆分会, 浙商证券研究所

2.2.2 国际化: 中国叉车出口量快速增长, 龙头公司国际化收入占比稳步提升

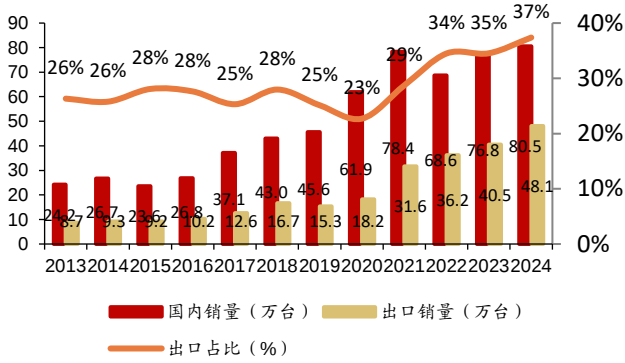
中国叉车在交期、性价比、锂电产业链等方面具有优势, 叉车/电动叉车出口量快速增长。1) 总量上, 中国叉车出口量快速增长, 2013-2024 年, 叉车出口量从 8.7 万台增长至 48.1 万台, CAGR=16.9%; 占总销量的比重从 26%提升至 37%。2) 结构上, 电动叉车出口量快速增长, 2019-2024 年, 我国电动叉车出口量从 9.9 万台增长至 37.9 万台, CAGR=30.7%; 占总出口的比重从 65%提升至 79%。

图33: 2022 年中国叉车企业交期短于欧美同行



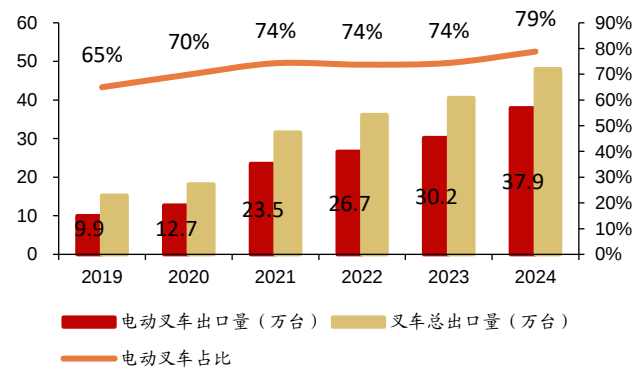
资料来源: Interact Analysis, 浙商证券研究所

图34: 2013-2024年,我国叉车出口量 CAGR=16.9%



资料来源: WarrenQ, 浙商证券研究所

图35: 2019-2024年,我国电动叉车出口量 CAGR=30.7%

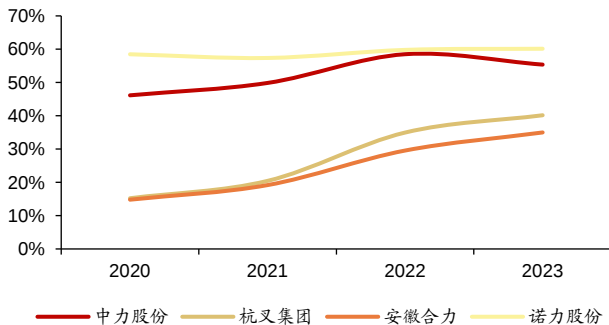


资料来源: Wind, 中国工程机械工业协会工业车辆分会, 浙商证券研究所

2020-2023年,杭叉集团、安徽合力、中力股份、诺力股份四家叉车龙头企业的国际化收入占比稳步提升。2020-2023年,海外收入占比方面,1)杭叉集团从15%快速提升至40%;2)安徽合力从15%快速提升至35%;3)诺力股份从58%小幅提升至60%;4)中力股份从46%提升至55%。

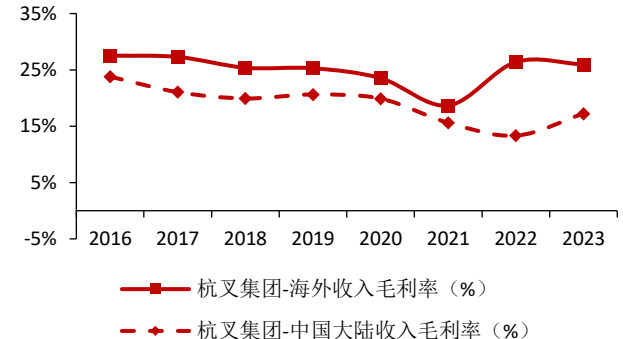
海外业务盈利能力强劲,随着国际化持续推进,龙头公司有望受益。1)杭叉集团:2016-2023年中国大陆收入毛利率在13%-24%区间波动,海外收入毛利率在19%-28%区间波动;2)安徽合力:2016-2023年中国大陆收入毛利率在15%-22%区间波动,海外收入毛利率在16%-24%区间波动;3)诺力股份:2016-2023年中国大陆收入毛利率在18%-24%区间波动,海外收入毛利率在20%-32%区间波动。

图36: 2020-2023年,龙头公司海外收入占比趋势性提升



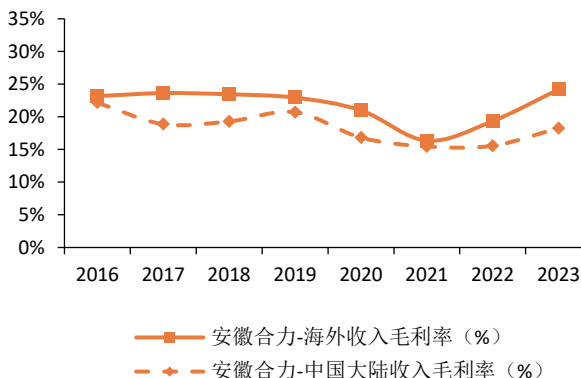
资料来源: 中国工程机械工业协会工业车辆分会, 浙商证券研究所

图37: 杭叉集团海外收入毛利率高于中国大陆收入



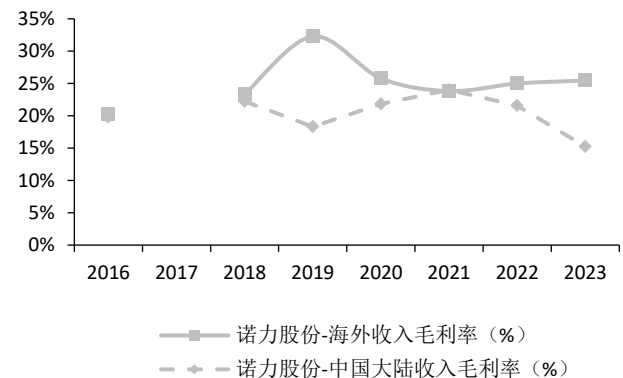
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图38: 安徽合力海外收入毛利率高于中国大陆收入



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图39: 诺力股份海外收入毛利率高于中国大陆收入

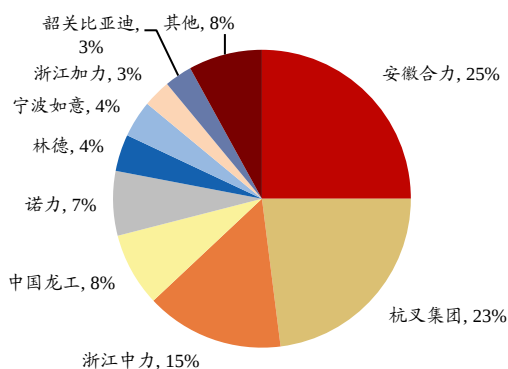


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2.3 国内竞争格局：杭叉、合力、中力三足鼎立，行业集中度持续提高

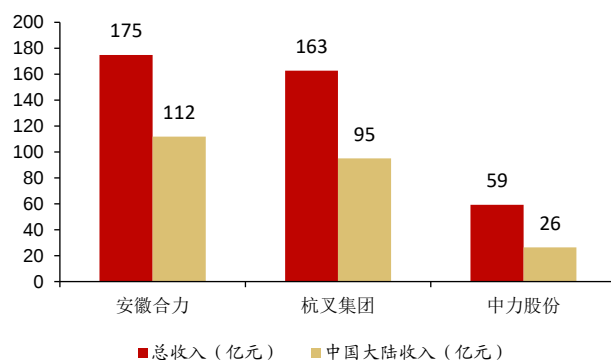
我国叉车市场集中度较高，2021 年 CR3=63%。其中安徽合力、杭叉集团、中力股份为领先企业，2021 年三家公司的国内市场份额分别为 25%、23%、15%；2023 年，三家公司的国内收入分别为 112 亿、95 亿、26 亿元。

图40：2021 年中国叉车市场 CR3=63%



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

图41：2023 年安徽合力、杭叉集团、中力股份营收情况

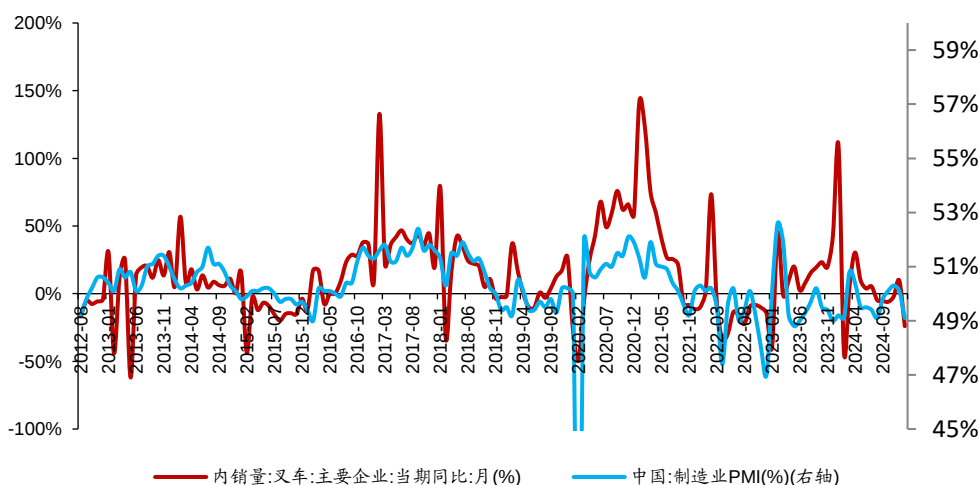


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3 需求：内外需有望共振，预计 2023-2026 年叉车销量 CAGR 为 6%

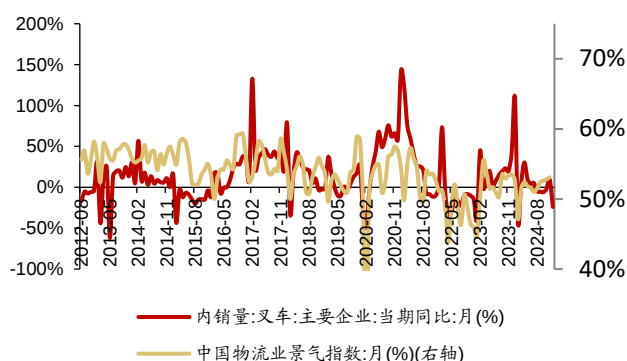
叉车需求与制造业和物流运输业的景气程度密切相关。如图所示，中国叉车内销量月同比增速与制造业 PMI、物流业景气指数、仓储指数存在较高的正相关性；此外，叉车国内销量月同比增速以 3-4 年为一个周期，呈现周期性变化。据此，我们认为叉车销量有望在 2026-2027 年前后迎来新一波高速增长，目前正处于增速低位磨底阶段，即将迎来拐点向上的时刻。

图42：中国叉车内销量月同比增速与制造业 PMI 相关度较高



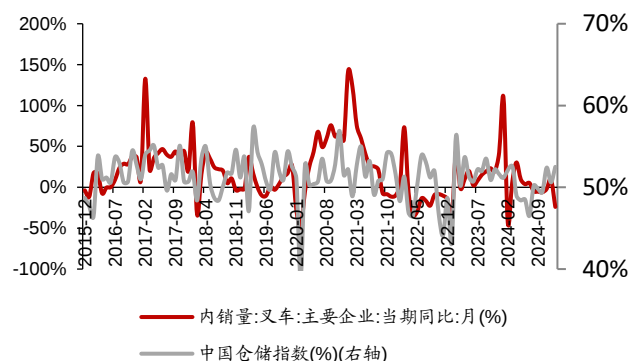
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图43: 中国叉车内销量月同比增速与物流业景气指数相关性较高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图44: 中国叉车内销量月同比增速与仓储指数有一定相关性



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们认为在人工成本持续提升和物流智能化、高效化发展的大趋势下，叉车行业长期需求有望保持旺盛；而在周期景气向上，I类车替换存量内燃叉车+II/III类车需求平稳增长的逻辑下，未来几年全球叉车销量有望保持稳健增长。根据我们测算，预计2024-2026年全球叉车销量约225.6、240.6、257.1万台，2023-2026年CAGR=6.3%，具体假设如下：

1) I型车：2023年全球存量内燃平衡重叉车约420万台，替换需求有望加速释放，预计I型车销量保持较高增速，假设2024-2026年销量增速为10%、15%、15%，对应销量为43.5、50.1、57.6万台，对应平衡重叉车电动化率为42%、45%、48%；在大型化、智能化趋势的推动下，假设2024-2026年I型车单价为11、11.5、12万人民币/台，对应市场规模为479、576、691亿人民币。

2) II型车：预计II型车销量保持稳健增长态势，假设2024-2026年销量增速为5%、5.5%、6%，对应销量为15.4、16.3、17.2万台；在大型化、智能化趋势的推动下，假设2024-2026年II型车单价为5.7、6.2、6.5万人民币/台，对应市场规模为88、101、112亿人民币。

3) III型车：预计III型车销量保持平稳增长态势，假设2024-2026年销量增速为6%、6%、6%，对应销量为106.2、112.5、119.3万台；在智能化趋势的推动下，假设2024-2026年III型车单价为1.1、1.2、1.3万人民币/台，对应市场规模为117、135、155亿人民币。

4) IV、V型车：我们认为未来内燃平衡重叉车将逐步被电动平衡重叉车替代，预计IV、V型车销量总体保持平稳，假设2024-2026年销量增速为2%、2%、2%，对应销量为60.5、61.7、63.0万台；假设2024-2026年IV、V型车单价为5.9、5.8、5.7万人民币/台，对应市场规模为357、358、359亿人民币。

图45： 预计 2023-2026 年全球叉车销量 CAGR=6.3%

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球叉车销量（万台）	200.6	213.7	225.6	240.6	257.1
YoY	1.9%	6.5%	5.6%	6.6%	6.8%
总规模（亿元）			1041	1170	1317
YoY				12.4%	12.6%
其中：					
I型车销量（万台）	33.5	39.6	43.5	50.1	57.6
YoY	15.1%	18.2%	10.0%	15.0%	15.0%
平衡重叉车电动化率	36.2%	40.0%	41.8%	44.8%	47.8%
单价（万元）			11	11.5	12
规模（亿元）			479	576	691
II型车销量（万台）	14.0	14.7	15.4	16.3	17.2
YoY	3.0%	4.9%	5.0%	5.5%	6.0%
单价（万元）			5.7	6.2	6.5
规模（亿元）			88	101	112
III型车销量（万台）	94.1	100.2	106.2	112.5	119.3
YoY	3.7%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%
单价（万元）			1.1	1.2	1.3
规模（亿元）			117	135	155
IV、V型车销量（万台）	59.1	59.4	60.5	61.7	63.0
YoY	-7.1%	0.5%	2.0%	2.0%	2.0%
单价（万元）			5.9	5.8	5.7
规模（亿元）			357	358	359

资料来源：Wind，世界工业车辆统计协会，浙商证券研究所测算

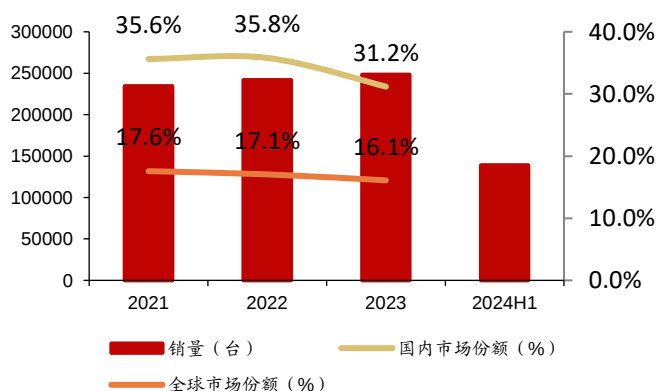
3 公司护城河：坚持创新引领战略，电动化+国际化全方位布局

3.1 公司电叉远销全球，受益于存量内燃叉车替换

3.1.1 公司为电动叉车龙头，2023 年 III 型车全球市占率超 22%

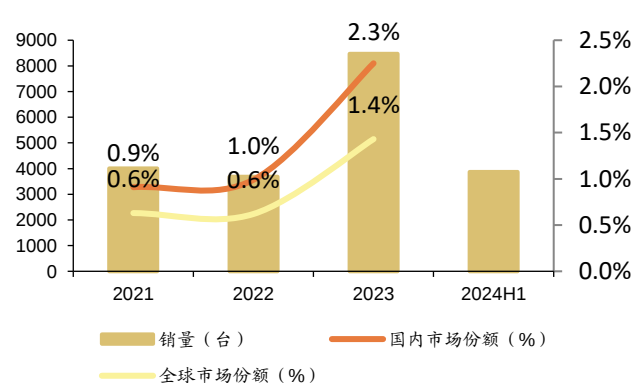
公司电动叉车优势明显，市场份额较高。2021-2023 年，公司电动叉车销量为 23.44、24.16、24.84 万台，国内市场份额为 35.6%、35.8%、31.2%，全球市场份额为 17.6%、17.1%、16.1%；内燃叉车销量为 4012、3687、8473 台，国内市场份额为 0.9%、1.0%、2.3%，全球市场份额为 0.6%、0.6%、1.4%。凭借精准的战略定位和在电动叉车领域十余年的积累，公司电动叉车的国内市场份额超 30%，全球市场份额超 15%，领先地位明显。

图46： 公司电动叉车销量及市场份额



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图47： 公司内燃叉车销量及市场份额



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

分车型来看，III 型车是公司的优势车型，2021-2023 年国内市场份额在 40%左右，全球市场份额在 23%左右。2021-2023 年：

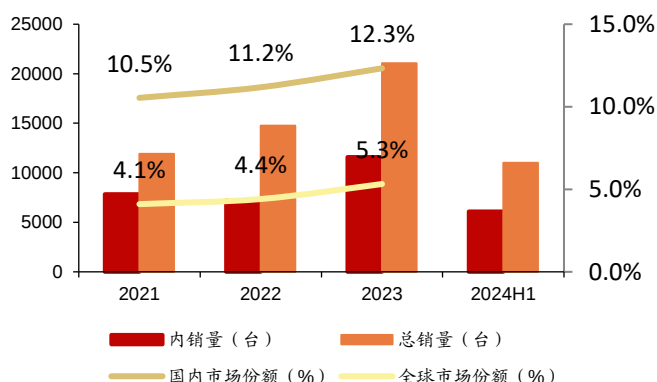
1) I 型车：销量从 1.19 万台增长至 2.11 万台，CAGR=32.9%，全球市场份额为 4.1%、4.4%、5.3%；其中，国内销量从 0.78 万台增长至 1.12 万台，CAGR=21.6%，国内市场份额为 10.5%、11.2%、12.3%。2024H1，公司 I 型车销量为 1.10 万台，其中国内销量为 0.61 万台。

2) II 型车：销量从 0.31 万台增长至 0.46 万台，CAGR=20.7%，全球市场份额为 2.3%、3.0%、3.1%；其中，国内销量从 0.07 万台增长至 0.11 万台，CAGR=25.6%，国内市场份额为 20.2%、23.5%、19.1%。2024H1，公司 II 型车销量为 0.21 万台，其中国内销量为 0.05 万台。

3) III 型车：销量从 21.94 万台增长至 22.28 万台，CAGR=0.8%，全球市场份额为 24.2%、23.7%、22.2%；其中，国内销量从 16.41 万台下降至 15.30 万台，CAGR=-3.4%，国内市场份额为 41.5%、42.4%、37.0%。2024H1，公司 III 型车销量为 12.59 万台，其中国内销量为 8.89 万台。

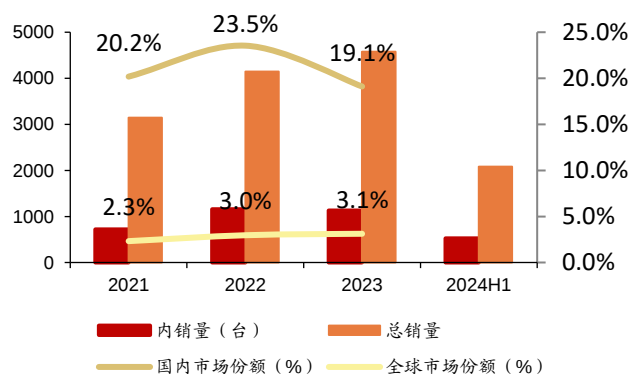
4) V 型车（内燃叉车）：销量 0.40 万台增长至 0.85 万台，CAGR=45.3%，全球市场份额为 0.6%、0.6%、1.4%；其中，国内销量从 0.15 万台增长至 0.56 万台，CAGR=96.0%，国内市场份额为 0.9%、1.0%、2.3%。2024H1，公司 V 型车销量为 0.39 万台，其中国内销量为 0.26 万台。

图48： 2021-2023 年公司 I 型车销量 CAGR=32.9%



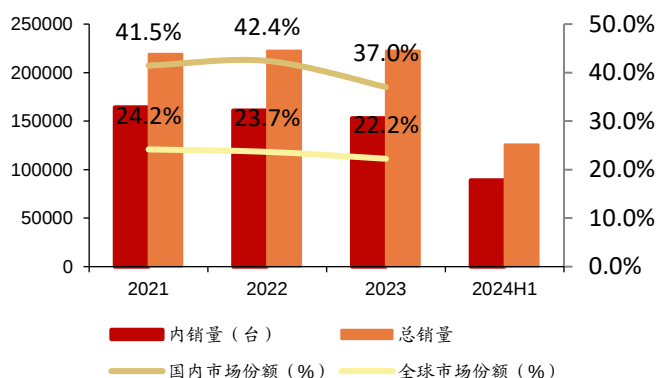
资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图49： 2021-2023 年公司 II 型车销量 CAGR=20.7%



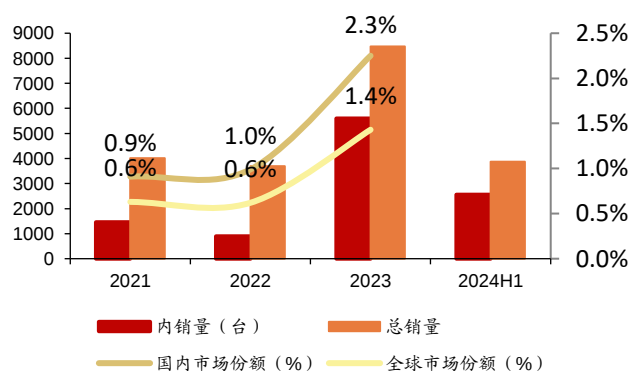
资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图50： 2021-2023 年公司 III 型车销量 CAGR=0.8%



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

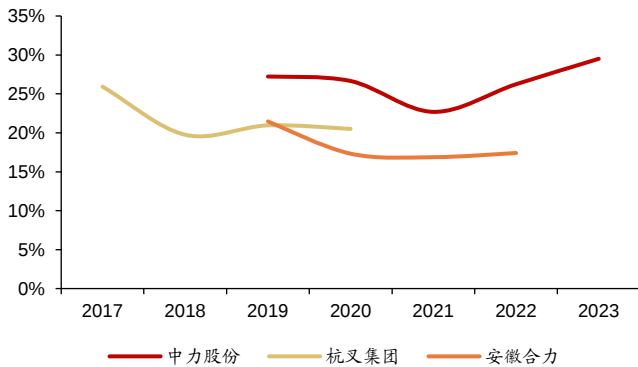
图51： 2021-2023 年公司 V 型车销量 CAGR=45.3%



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

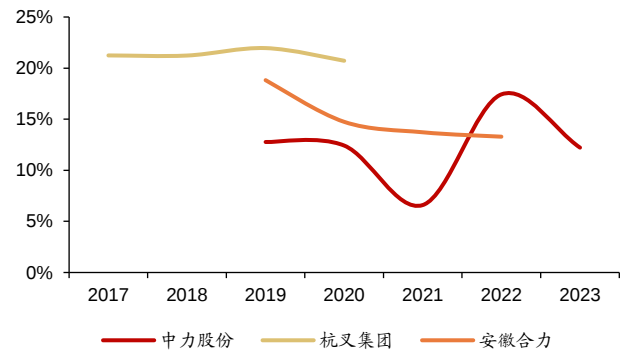
公司电动叉车优势显著，盈利能力位居行业前列。2019-2023 年，公司电动叉车的毛利率分别为 27%、27%、23%、26%、30%，高于杭叉集团与安徽合力，居行业较高水平。

图52：公司电动叉车毛利率位居行业领先水平



资料来源：中力股份招股书，杭叉集团可转债募集说明书，安徽合力可转债募集说明书，浙商证券研究所
注：杭叉集团 2020 年数据为 2020.1-9，安徽合力 2022 年数据为 2022.1-6

图53：公司内燃叉车毛利率与同行的比较



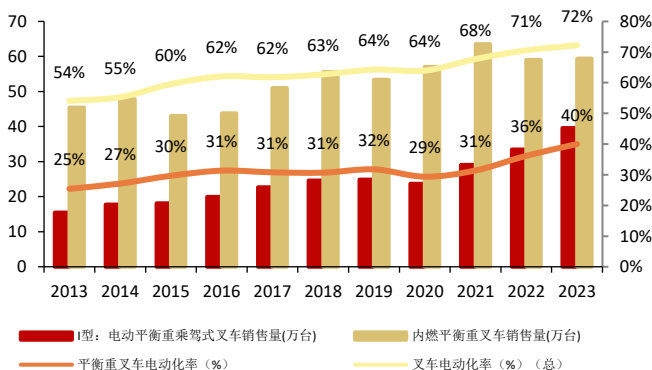
资料来源：中力股份招股书，杭叉集团可转债募集说明书，安徽合力可转债募集说明书，浙商证券研究所
注：杭叉集团 2020 年数据为 2020.1-9，安徽合力 2022 年数据为 2022.1-6

3.1.2 公司受益于存量内燃叉车替换，油改电技术发力空间大

（一）2023 年全球存量内燃叉车约 420 万台，总替换规模超 4000 亿人民币

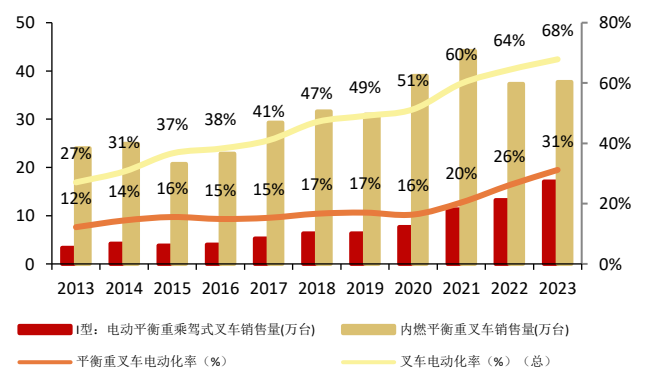
2023 年，全球叉车总体电动化率为 72%（中国为 68%），而平衡重叉车（I、IV、V 型）的电动化率仅为 40%（中国为 31%），仍有较大的提升空间。平衡重叉车的体型较步行式仓储叉车更大、吨位更重，早期电池技术尚不发达，因此电动平衡重叉车存在动力不足、初始成本高昂的痛点，推广速度不及电动步行式仓储叉车。随着电池技术的发展、环保要求日益趋严、新能源补贴等政策的出台，电动平衡重叉车在动力、经济性方面的劣势已被逐渐抹平，未来电动平衡重叉车有望加速替代内燃叉车，迎来销量快速增长。

图54：2023 年全球平衡重叉车电动化率为 40%



资料来源：世界工业车辆统计协会，浙商证券研究所

图55：2023 年中国平衡重叉车电动化率为 31%



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，浙商证券研究所

平衡重叉车的理论生命周期为 8-10 年，我们假设随着使用年限的接近，叉车报废率加速上升；考虑到现实中叉车可能存在超期服役的问题，我们假设叉车在使用 11 年后全部报废，生命周期内每年对应的报废率分别为 1%、2%、...、17%。

图56：第 T 年销售的叉车生命周期内当期报废率假设

年度	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10	T+11
报废率	1%	2%	3%	4%	5%	7%	9%	10%	12%	14%	16%	17%

资料来源：浙商证券研究所测算

注：T 年报废率 1%指 T 年销售的叉车在 T 年当年报废了 1%；T+1 年 2%指 T 年销售的叉车在 T+1 年当年报废了 2%，以此类推，假设 11 年全部报废

根据我们测算，2023 年全球存量内燃平衡重叉车约 420 万台，按照电动平衡重叉车 10 万人民币/台的价格测算，全部替换为电动叉车的总替换需求超过 4000 亿人民币，对比 2023 年全球电动平衡重叉车约 400 亿人民币的市场规模空间巨大（2023 年全球电动平衡重叉车销量为 40 万台）。我们认为未来庞大的替换需求有望释放，电动平衡重叉车销量有望迎来快速增长。

图57：2023 年全球内燃平衡重叉车存量约 420 万台

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
电动平衡重叉车销售量(万台)	15.48	17.79	18.15	19.96	22.67	24.58	24.83	23.72	29.08	33.48	39.58
内燃平衡重叉车销售量(万台)	45.41	47.78	43.02	43.74	50.95	55.53	53.34	57.04	63.54	59.05	59.35
报废率	83%	67%	53%	41%	31%	22%	15%	10%	6%	3%	1%
2023年电动平衡重叉车报废量（万台）	12.85	11.92	9.62	8.18	7.03	5.41	3.72	2.37	1.74	1.00	0.40
2023年内燃平衡重叉车报废量（万台）	37.69	32.01	22.80	17.93	15.79	12.22	8.00	5.70	3.81	1.77	0.59
2023年电动平衡重叉车存量（万台）											205
2023年内燃平衡重叉车存量（万台）											420
平衡重叉车总存量（万台）											625

资料来源：世界工业车辆统计协会，浙商证券研究所测算

根据我们测算，2024-2026 年全球内燃平衡重叉车每年的更新需求分别为 49.4、50.7、52.0 万台，对应电叉的理论市场空间约为 494.2、507.4、520.3 亿人民币。

图58：预计 2024-2026 年全球内燃平衡重叉车每年的更新需求为 49.4、50.7、52.0 万台

横轴年份所售叉车 在纵轴年份的报废量 (万台)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	总报废量 (万台)	对应市场空间 (亿人民币)
2024E	7.72	7.64	6.02	5.25	5.10	5.00	3.73	2.85	2.54	1.77	1.19	0.61			49.42	494.20
2025E		8.12	6.88	6.12	6.11	5.55	4.80	3.99	3.18	2.36	1.78	1.21	0.62		50.74	507.36
2026E			7.31	7.00	7.13	6.66	5.33	5.13	4.45	2.95	2.37	1.82	1.23	0.63	52.03	520.29

资料来源：世界工业车辆统计协会，浙商证券研究所测算

（二）公司基于再制造技术推出电叉租赁、换新，有望受益于内燃叉车替换潮

内燃平衡重叉车运维费用较高，电叉性价比优势明显。1）燃料费用：一台载重 3 吨的国二柴油叉车年油耗约 3600L，折合油费超 26000 元/年（2167 元/月）；2）维保费用：内燃叉车年常规保养费用约 1500 元（机油滤芯、柴油滤芯维保等），此外还有发动机大修、变速箱大修、马达/发电机/蓄电池等部件的更换费用，内燃叉车使用时间越长，总费用越高。

图59： 内燃叉车年运维费用超 3 万元

项目	更换频次	单次费用	年费用
燃料费用	油耗4L/小时	约7.4元/L	26676元/年
常规保养	400小时/次，5次/年	300元/次	1500元/年
发动机、变速箱大修	3-4年/次	发动机5800元 变速箱3000元	合2500元/年
马达、发电机、蓄电池等重要部件更换	1-2年/次	一套1500	合420元/年
合计		约31096元/年	

资料来源：中国工业报，浙商证券研究所

公司在湖北布局再制造基地，通过再制造技术实现油改电，让老叉车焕发新生机。湖北中力是华中第一家集回收再利用、零部件铸造、钣金组装、总装为一体的绿色电动叉车整车制造企业，通过专门的工艺和技术对旧内燃叉车进行改造，装配全新的电机、电控、电池，使其变为新的电动叉车。现阶段市面上的各类型叉车整体车架、前后桥、变速箱具有一定通用性，“再制造”可实施空间大。2023年2月湖北中力正式投产，截至目前，整车生产数量已超过万台。

配合再制造技术，公司推出电叉租赁、换新两套方案，性价比优势突出。1) 电叉租赁方案：公司推出的电动叉车租赁方案月租费约 999 元，低于内燃叉车月度燃料费（2167 元），旧内燃叉车还可抵扣 15000 元租金，性价比凸显。2) 油改电方案：使用旧车+29800 元即可置换新车。

图60： 公司电叉租赁/换新方案



资料来源：中国工业报，浙商证券研究所

3.1.3 旗下三大品牌协同发力，积极开拓海外市场

公司旗下拥有三个高知名度的品牌，其中 BIG JOE 定位高端市场、EP 定位中高端市场、iMOW 阿母主打亲民平价，三大品牌定位明确，协同发力。1) BIG JOE：主打高端，属于境外本土品牌，1968 年在加拿大注册，先后在德国、英国、美国等多个国家/地区取得注册商标，2009 年被公司收购，具有较高知名度、一定的品牌影响力和客户认可度。2)

EP: 主打中高端, 产品定位为“高品质、优设计”。3) iMOW 阿母: 定位亲民平价, 凭借一系列高性价比的入门级产品深受用户好评。

图61: 中力三大品牌



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

公司通过搭建全球销售网络、采用本地化服务模式快速响应海外客户需求, 目前已在美洲、欧洲、东南亚等区域的主要国家建立起了稳定的服务网络。1) 北美市场: 2009 年, 公司在美国设立 BIGLIFT, 收购北美叉车品牌 BIG JOE, 利用本地管理团队开拓北美市场, 充分发挥本地化服务优势, 有效降低贸易政策风险带来的不确定性; 2) 欧洲市场: 子公司 EP-Europe 可向欧洲客户提供快速维修、产品培训等服务, 增强客户粘性; 3) 东南亚市场: 通过整合 GTM 在泰国的本土资源, 成功辐射东南亚市场。

凭借本地化服务模式, 公司在客户开拓、产品开发、产品交付、客户服务等方面取得成效。1) 客户开拓: 成功开发 Walmart、Best Buy 等全球知名客户, 并于 2022 年成功举办了欧洲经销商大会, 参与客户超 300 家; 2) 产品开发: 本地产品开发团队通过市场走访获取行业动态与客户需求, 把握市场发展趋势, 确保产品精准狙击当地市场需求; 3) 产品交付: 建立本地仓库, 满足客户临时性、小批量、多频次的采购需求; 4) 客户服务: 本地运营团队可及时实现售前咨询和售后服务, 满足客户需求。

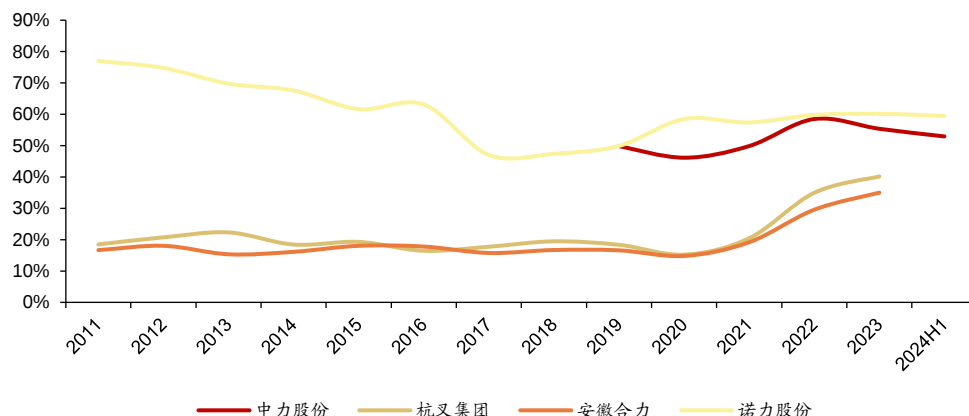
图62: 公司销售网络遍布全球



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

凭借遍布全球的销售网络和本地化服务模式，公司海外业务稳健发展，海外收入占比较高。2019-2023 年，公司海外业务收入从 10.8 亿元增长至 32.8 亿元，CAGR=32.0%；海外收入占比从 50%提升至 55%。2024H1，公司实现海外业务收入 16.6 亿元，收入占比为 53%。此外，基于公司全球化布局、本地化运营、产品创新和品牌溢价等因素，外销产品整体定价较高，海外业务盈利能力强劲。

图63： 公司海外业务收入占比在行业中为较高水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2 产品端：坚持创新驱动发展，引领行业技术变革

公司发展史即产品和技术的创新史。2011 年，公司瞄准手动叉车费力费时、电搬车售价过高的痛点，铁臂小金刚系列电搬车横空出世。该产品集中了当时先进的电控技术、创新的防侧翻体系、领先的人机手柄、以及高效的动力系统，技术达到业内领先水准的同时售价仅 1.5 万元人民币。极致的性价比令小金刚系列广受好评，迅速成为明星产品，推动行业从手动搬运向电动搬运变革，初步建立中力品牌形象。2012 年，铁臂小金刚成为中国叉车行业第一个获得全球工业设计大赛红点奖的产品。

图64： 2011 年公司推出铁臂小金刚电搬车



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图65： 小金刚系列迭代历程



资料来源：中国储运，浙商证券研究所

小金刚标志着创新之路的启航，此后，公司更加深入地进行市场研究和用户需求挖掘，一系列创新产品相继推出。2013 年，公司推出 CK-05 电动拣料车，该产品结合了自动升降平台、拣料车和拖拉车属性，可满足各种普通工作场所的物料处理和搬运需求。国外媒体评价称“CK-05 电动拣料车革命性的设计颠覆了普通拣料车的概念，为迅速崛起的中高位拣选需求市场带来卓越的解决方案”。

图66： 中力 CK-05 电动拣料车



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2016 年起，公司开始自主研发锂电池 BMS 系统的硬件和软件、电池 PACK 技术等，并成为行业内较早将自主研发的锂电池应用于工业车辆的企业；2017 年，在多款产品推出无法得到市场正向反馈后，公司推出 2.0 吨标配锂电池搬运车中力变金刚，该产品充分汲取前代经验、改进不足，有充电快续航久、操作性强、安全性高等诸多亮点。

图67： 中力变金刚五大亮点



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2018 年，公司再次原创新概念产品 WPL201，首次使用模块化设计，荣获德国 IF 设计大奖，成为小金刚系列中又一款具有里程碑意义的产品；2019 年，公司推出新一代小金刚

电叉车和小金刚叉车（小金刚+锂电叉车结合）；2020年在行业内首次推出油改电叉车和搬运机器人系列产品，再次引起强烈反响；2021年，公司推出专攻强工况的3.0/3.5吨升级版油改电叉车；2022年推出双驱三支点锂电叉车；2023年推出5-25吨重工况锂电叉车；2024年推出可手提换电的油改电锂电叉车及BIG JOE 5-25吨全系高压重载锂电叉车等创新产品。

图68：2019年推出小金刚叉车



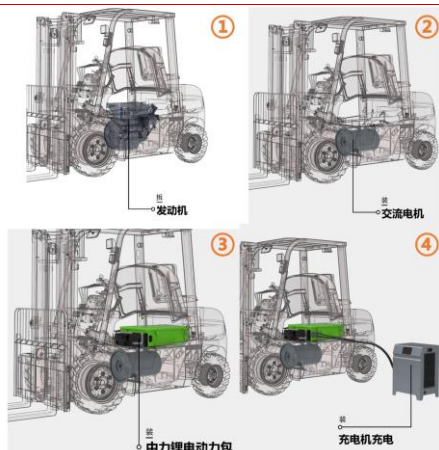
资料来源：中叉网 I 叉车网，浙商证券研究所

图69：2019年推出新一代小金刚电叉车



资料来源：中叉网 I 叉车网，浙商证券研究所

图70：2020年推出油改电叉车



资料来源：中力电动叉车，浙商证券研究所

图71：2020年推出搬运机器人



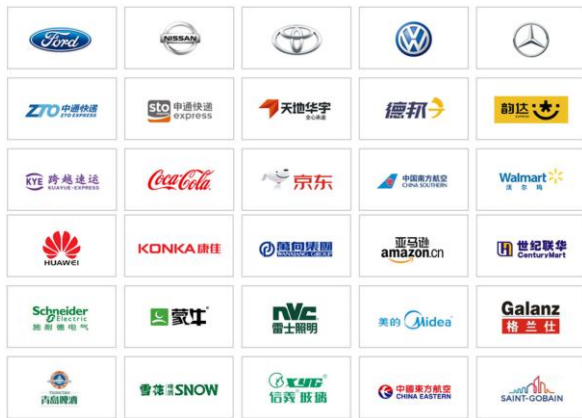
资料来源：中力电动叉车，浙商证券研究所

如公司所述，“创新才能跑好接力赛，急走近道易翻车”，公司始终坚持以需求为导向、以创新为利器，助力行业进步、引领行业创新。

3.3 客户端：产品口碑上佳，优质客户持续开拓

凭借十余年的创新与经营，公司在市场上树立了良好的品牌形象，优质客户持续开拓。2011年，公司与中粮集团广西分公司、中国南方航空公司、百事可乐、国家电网等知名企业达成合作；2016年，公司向京东供应定制电叉车，同年荣获德邦公司“年度优秀供应商”称号；2018年，公司与国际叉车龙头凯傲集团在入门级轻量型仓储设备市场达成全球独家战略合作伙伴关系，产品锂电壹号赋能美的集团；2021年，公司向北京二锅头酒业大批量交付3吨级锂电叉车。目前公司已积累了优质的客户资源，其中包括福特、丰田、京东、沃尔玛、华为等世界知名企业。

图72： 公司部分客户



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图73： 公司客户开拓史（部分）

时间	客户	简述
2011	中粮集团广西分公司	公司成为中粮广西分公司的物流设备供应商，并进入中粮的供货目录商数据库。
2011	中国南方航空公司	双方就购买中力四支点电动叉车签署了协议
2011	百事可乐	双方签订合作协议，公司将提供电动搬运产品
2011	国家电网	为国家电网研发电瓶取运设备
2016	京东	京东选用中力全电动操作搬运车EPT20-20RAS定制款，快速搬运货物至指定地点，保证快速的快速、准确配送
2016	德邦公司	中力荣获德邦公司“2016年度 - 优秀供应商”称号
2018	凯傲集团	与公司在入门级轻量型仓储设备市场达成全球独家战略合作伙伴关系
2018	美的	中力锂电叉车服务美的
2021	北京二锅头酒业	3吨锂电池叉车大批量交付

资料来源：公司官网，中力电动叉车，浙商证券研究所

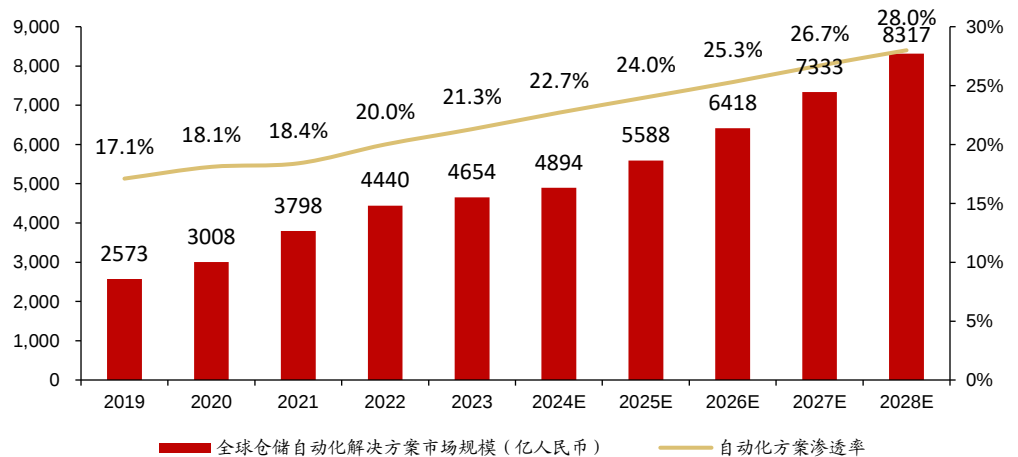
3.4 叉式移动机器人有望打造公司新增长极

3.4.1 全球仓储自动化市场坡长雪厚，叉式移动机器人蓄势待发

仓储自动化解决方案指使各种物流操作自动化的集成系统，该解决方案可在替代重复性劳作的同时，实现数据分析和流程优化。近年来，受人力成本上涨、生产制造企业转型升级等因素的影响，物流作业环节开始出现由机械化向自动化、智能化的转型趋势。仓储物流、电商零售等领域对高效低成本、柔性化程度较高的物流自动化设备的需求增长迅速。

2023 年全球仓储自动化解决方案市场规模为 4654 亿人民币，预计 2028 年达到 8317 亿元，2023-2028 年 CAGR=12.3%。2019-2023 年，全球仓储自动化解决方案市场规模从 2573 亿人民币增长至 4654 亿人民币，CAGR=16.0%；自动化解决方案的渗透率从 17.1%提升至 21.3%。预计至 2028 年，全球自动化解决方案市场规模将增长至 8317 亿人民币，渗透率将提升至 28.0%。

图74： 2023 年全球仓储自动化解决方案市场规模为 4654 亿人民币



资料来源：极智嘉科技招股书，浙商证券研究所

叉式移动机器人（AGV/AMR）是在叉车上加载导航技术、构建地图算法，辅以避免障安全技术，以实现叉车无人化作业的产品，是仓储自动化的重要驱动力。叉式移动机器人

主要应用于室内存取、室内转运、外月台装卸、室外转运等环节，根据类型不同可分为平衡重式、前移式、托盘堆垛式、插腿式、托盘搬运式和侧面叉式。

图75：叉式移动机器人主要应用环节



资料来源：《叉式移动机器人（AGV/AMR）产业发展蓝皮书（2024版）》，浙商证券研究所

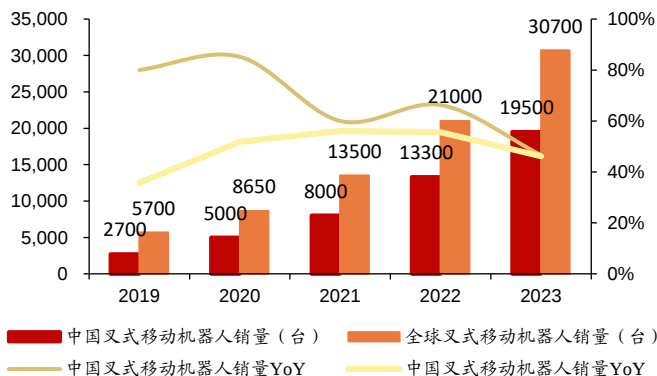
图76：叉式移动机器人类型



资料来源：《叉式移动机器人（AGV/AMR）产业发展蓝皮书（2024版）》，浙商证券研究所

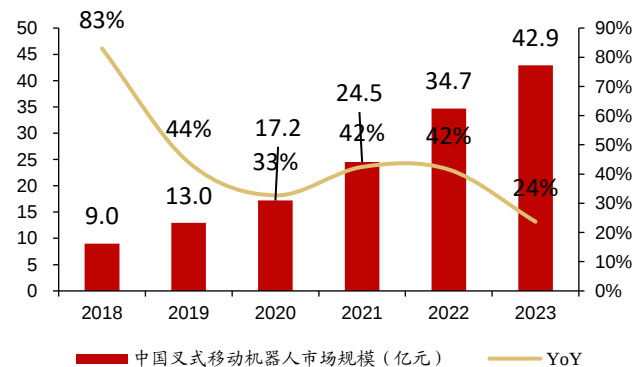
2019-2023 年，全球叉式移动机器人销量从 5700 台增长至 30700 台，CAGR=52.3%；其中，中国叉式移动机器人销量从 2700 台增长至 19500 台，CAGR=63.9%。2018-2023 年，中国叉式移动机器人市场规模从 9.0 亿人民币增长至 42.9 亿人民币，CAGR=36.7%。随着 5G、物联网等新兴技术发展，传统叉车向叉式移动机器人转换将成为必然趋势，叉式移动机器人也将在实时感应、安全识别、多重避障、智能决策、自动执行等方面发挥重要作用。

图77：2019-2023 年全球叉式移动机器人销量 CAGR=52.3%，中国 CAGR=63.9%



资料来源：《叉式移动机器人（AGV/AMR）产业发展蓝皮书（2024版）》，浙商证券研究所

图78：2018-2023 年中国叉式移动机器人市场规模 CAGR=36.7%



资料来源：《叉式移动机器人（AGV/AMR）产业发展蓝皮书（2024版）》，浙商证券研究所

3.4.2 针对定制化解决方案，公司搬马机器人走进千企万厂

公司在产品级、模式级、系统级三层级布局，定制解决方案以满足客户多元智能搬运需求。1) 产品级：解决物料点到点的自动搬运问题，专注于跨楼层自动搬运；2) 模式级：通过一个模式+一类机器人解决一个场景的一类问题；3) 系统级：通过 DAS 数智大脑+五大模式+搬马机器人，实现供应端、生产端、需求端的全流程数智化管理。公司根据不同客户及场景提供定制化解决方案，目前已牵手 200 多个合作伙伴，产品应用于汽车及零部件制造、物流、日用品等 50 多个细分行业、200 多个场景，搬马机器人走进千企万厂。

图79：产品级、模式级、系统级三层级布局，解决方案定制化



资料来源：中力电动叉车，浙商证券研究所

图80：公司智能搬运解决方案已在多行业取得应用



资料来源：中力电动叉车，浙商证券研究所

2024年双11搬马机器人全系展出，当日销量破2000台。2024年双11，公司首次以机器人为主题对外展示，活动现场多个数智展区尽显智能搬运未来，全面展示了公司在数智化发展方面的新产品、新技术，活动当日，公司移动机器人订单销量便突破2100台。随着智能搬运模式的快速铺开，叉式移动机器人业务有望成为公司新的业绩增长引擎。

图81：公司全系搬马机器人亮相2024年双11活动现场



资料来源：物流技术与应用，浙商证券研究所

3.5 募投项目聚焦电动叉车、机器人等领域

公司本次募集资金拟投向仓储搬运设备、智能机器人、电动叉车总装及零部件、智能研究院等项目，项目全部投产后预计新增13万台仓储搬运专用车辆及智能机器人产能、4万台电动叉车总装产能、20万吨配重铸造产能和2万吨零部件铸造产能。根据公司招股书，以上项目全部达产后，预计可实现年均销售收入21.53亿元，净利润1.63亿元。

表1：募投项目情况

序号	项目名称	状态	设计产能	预计收益	项目地点
1	摩弗智能（安吉）研究院项目	在建	新建研发中心，对公司研发架构进行优化升级	1) 大幅提高整体研发实力和创新能力 2) 降低研发成本 3) 提高核心竞争力	浙江省湖州市安吉县
2	年产30万台仓储搬运设备及100万套机	在建	年产13万台电动叉车、牵引车、搬运车、堆垛车等仓储搬	年均销售收入10.85亿元 年均净利润1.01亿元	浙江省湖州市安吉县经济开发区

3	械零部件加工、智能机器人制造（一期）湖北中力电动叉车总装生产线一期项目	部分投产	运专用车辆及智能工业机器人制造生产线 年产4万台电动叉车总装生产线	年均销售收入 10.68 亿元 年均净利润 6190.30 万元	湖北省襄阳市老河口市
4	中力铸造电动叉车零部件铸造一期项目	在建	年产 20 万吨配重及 2 万吨零部件铸造生产线	产品不外销，以下收益为内部测算值 年均销售收入 15.04 亿元 年均净利润 3695.90 万元	湖北省襄阳市老河口市

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

（一）摩弗智能（安吉）研究院项目

摩弗智能科技研究院（安吉）有限公司（X-Mover）是公司的智能搬运子公司，专门从事智能搬运机器人的开发、制造及服务，是一家旨在打造工业物流 4.0 的全球化科技企业。

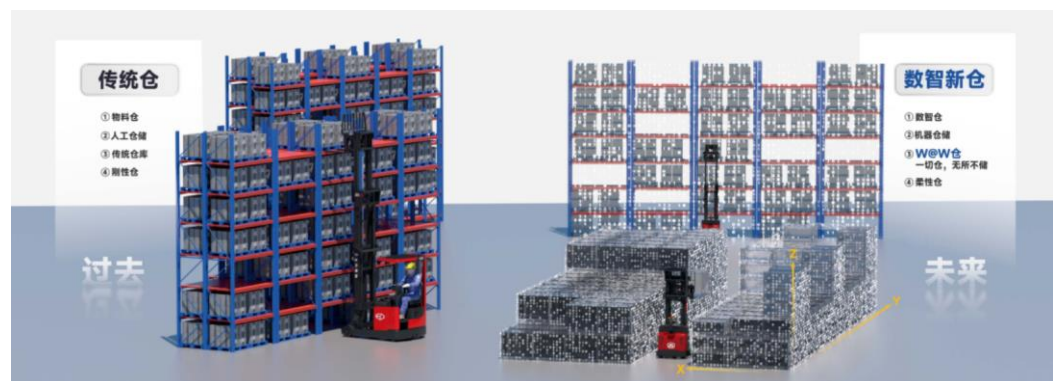
图82： 中力 X-Mover 自动搬运车



资料来源：中力数智 X-Mover，浙商证券研究所

公司认为搬运机器人对未来的改变，不仅在于搬运方式，更在于搬运模式。公司基于一系列创新产品和技术，针对行业客户的一类场景需求，从“4 个 1”思维出发（1 个产品+1 个智能方案解决 1 个行业的 1 类问题），推出了 X-Mover 行业智能搬运模式，旨在借助数智技术，解决物料装卸/转运/仓储三大运作难题。如今，公司的 X-Mover 行业智能搬运模式解决方案已在电缆、酒业、汽车零部件、物流等行业取得成熟应用，打造了一系列行业智能标杆案例。

图83： 过去/未来搬运模式对比



资料来源：移动机器人产业联盟，浙商证券研究所

本次公司的募投项目摩弗智能（安吉）研究院项目拟通过扩大研发场地、购置先进研发、试验、检测设备及软件、招募高素质专业技术人员等措施，新建研发中心，对公司研发架构进行优化升级，提升公司研发实力，推动公司未来可持续发展。

项目预计投资总额为 1.17 亿元，项目本身不直接产生收入，建成后效益主要体现在为公司整体研发实力和创新能力的大幅提高，有利于公司开发新的产品和技术，降低研发成本，提高公司的整体核心竞争力。

（二）年产 30 万台仓储搬运设备及 100 万套机械零部件加工、智能机器人制造（一期）

各公司拟通过本项目的实施，建设年产 13 万台电动叉车、牵引车、搬运车、堆垛车等仓储搬运专用车辆制造及智能工业机器人制造生产线，实现规模化生产。

项目预计总投资额为 5.34 亿元，达产后预计可实现年均销售收入 10.85 亿元，可实现年均净利润 1.01 亿元，税后净现值为 1.93 亿元，税后内部收益率为 20.04%，税后静态投资回收期为 5.37 年（含建设期）。

（三）湖北中力机械有限公司电动叉车总装生产线一期项目

湖北中力机械有限公司是公司的再制造中心。再制造即给旧燃油叉车装配全新的电机、电控、电池，是油改电的关键步骤，既能延长叉车的使用寿命，又能促进资源循环利用。湖北中力是华中第一家集回收再利用、零部件铸造、钣金组装、总装为一体的绿色电动叉车整车制造企业，于 2023 年 2 月正式投产，截至目前，湖北中力整车生产数量已超过万台。

图84： 2024 年 9 月 28 日湖北中力第 10000 台整车下线



资料来源：中力说，浙商证券研究所

图85： 湖北中力焊接现场



资料来源：中叉网 I 叉车网，浙商证券研究所

本项目为电动叉车总装生产线，设计产能为年产 4 万台，项目达产后将扩大公司电动叉车产能。

项目预计总投资为 3.14 亿元，达产后预计产生年均销售收入 10.68 亿元，年均净利润 6190.30 万元，税后净现值为 7798.13 万元，税后内部收益率为 16.87%，税后静态投资回收期为 5.33 年（含建设期）。

（四）湖北中力铸造有限公司电动叉车零部件铸造一期项目

项目建设年产 20 万吨配重及 2 万吨零部件铸造生产线，满足电动叉车配重铸件和零部件铸件的自配套需求，进一步降低叉车生产成本，缩短叉车交付周期。本项目主要为“湖北中力电动叉车总装生产线一期项目”提供配套产能，**主要产品不直接对外销售，以下投资收益情况系根据内部收益测算。**

项目预计总投资为 2.51 亿元，达产后预计实现年均销售收入 15.04 亿元，年均净利润 3695.90 万元；税后净现值为 1613.90 万元，税后内部收益率为 13.36%，税后静态投资回收期为 6.95 年（含建设期）。

4 盈利预测与估值

核心假设：

- 1) **I 型车**：2024-2026 年国内销量增速为 19.1%、27.1%、26.4%，国内单价为 8、8、8 万元/台；国外销量增速为 20.9%、22.3%、21.2%，国外单价为 12、12.3、12.6 万元/台。总体销售毛利率为 27%、27.5%、28%。
- 2) **II 型车**：2024-2026 年国内销量增速为 25.6%、23%、22.9%，国内单价为 7.5、7.6、7.7 万元/台；国外销量增速为 1.8%、3%、2.6%，国外单价为 9.7、9.9、10.1 万元/台。总体销售毛利率为 42%、41.5%、41%。
- 3) **III 型车**：2024-2026 年国内销量增速为 8%、8%、8%，国内单价为 6800、6900、7000 元/台；国外销量增速为 13.2%、8.9%、8.8%，国外单价为 1.4、1.42、1.44 万元/台。总体销售毛利率为 29%、29.5%、30%。
- 4) **内燃叉车**：2024-2026 年国内销量增速为-10.2%、1.0%、1.0%，国内单价为 5、5、5 万元/台；国外销量增速为-1.5%、-18%、-22.8%，国外单价为 8.2、8.2、8.2 万元/台。总体销售毛利率为 13%、12.5%、12%。
- 5) **零部件**：2024-2026 年收入增速为 5%、10%、15%，毛利率为 41%、42%、43%。
- 6) **其他业务**：2024-2026 年收入增速为 5%、10%、15%，毛利率为 25%、24%、24%。

图86: 公司分业务预测

	2024E	2025E	2026E
工业车辆			
收入 (亿元)	56.37	65.13	75.52
成本 (亿元)	40.71	46.71	53.78
毛利率	27.78%	28.28%	28.79%
I型车			
收入 (亿元)	24.77	31.24	39.12
YoY	19.3%	26.1%	25.2%
成本 (亿元)	18.08	22.65	28.17
毛利率	27.00%	27.50%	28.00%
II型车			
收入 (亿元)	4.47	4.91	5.40
YoY	7.5%	9.8%	10.0%
成本 (亿元)	2.59	2.87	3.19
毛利率	42.00%	41.50%	41.00%
III型车			
收入 (亿元)	22.29	24.53	26.97
YoY	12.0%	10.0%	9.9%
成本 (亿元)	15.83	17.29	18.88
毛利率	29.00%	29.50%	30.00%
IV/V型车			
收入 (亿元)	4.84	4.44	4.03
YoY	-3.3%	-8.1%	-9.2%
成本 (亿元)	4.21	3.89	3.55
毛利率	13.00%	12.50%	12.00%
零部件			
收入 (亿元)	6.78	7.46	8.58
YoY	5.0%	10.0%	15.0%
成本 (亿元)	4.00	4.33	4.89
毛利率	41.00%	42.00%	43.00%
其他			
收入 (亿元)	3.08	3.38	3.89
YoY	5.0%	10.0%	15.0%
成本 (亿元)	2.31	2.56	2.97
毛利率	24.98%	24.23%	23.77%

资料来源: Wind, 公司招股书, 浙商证券研究所预测

预计公司 2024-2026 年收入为 66、76、88 亿元, 同比增长 12%、15%、16%; 归母净利润为 8.6、10.2、12.2 亿元, 同比增长 7%、18%、20%, 对应 PE 为 17、15、12 倍, 2023-2026 年归母净利润复合增速 15%, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图87: 可比公司估值表 (截至 2025.2.28)

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
603194.SH	*中力股份	151	8.1	8.6	10.2	19	17	15
603298.SH	*杭叉集团	285	17.2	20.7	24.0	17	14	12
600761.SH	*安徽合力	189	12.8	13.8	15.3	15	14	12
603611.SH	诺力股份	49	4.6	4.8	5.5	11	10	9
行业平均		174	12	13	15	14	13	11

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: *为浙商证券研究所覆盖股票, 24、25 年归母净利润为浙商证券研究所预测值, 其余为 Wind 一致预期

5 风险提示

1) I 型车替换内燃叉车进度不及预期: 平衡重叉车的电动化率仍有提升空间, 若后续电动化率提升速度不及预期, 可能影响公司业绩释放速度。

2) II、III 型车销量增长不及预期: 若 II、III 型车销量不及预期, 将导致公司业绩不及预期。

3) 地缘政治冲突, 贸易环境、竞争格局恶化: 地缘政治冲突等事件可能影响公司产品出口销量; 贸易环境、竞争格局等恶化可能导致公司产品盈利能力不及预期。

4) 叉式移动机器人技术突破不及预期: 叉式移动机器人是公司的第二成长曲线, 若技术突破不及预期, 可能影响公司订单落地速度, 导致业绩不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3861	4411	5284	6597
现金	1355	1663	2281	3103
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1349	1367	1496	1781
其它应收款	38	47	47	58
预付账款	29	35	42	46
存货	956	1226	1329	1511
其他	134	72	88	98
非流动资产	1765	2030	2443	2810
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	88	53	61	67
固定资产	1057	1291	1583	1910
无形资产	255	325	405	458
在建工程	161	169	188	178
其他	204	191	205	197
资产总计	5626	6441	7727	9407
流动负债	2402	2314	2547	2993
短期借款	255	180	171	202
应付款项	1663	1665	1875	2256
预收账款	0	0	0	0
其他	484	468	500	535
非流动负债	335	301	324	320
长期借款	165	165	165	165
其他	170	136	160	155
负债合计	2737	2615	2871	3313
少数股东权益	26	38	52	69
归属母公司股东权	2863	3788	4804	6025
负债和股东权益	5626	6441	7727	9407

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	656	664	1095	1250
净利润	817	876	1030	1238
折旧摊销	148	83	105	131
财务费用	(43)	(33)	(44)	(53)
投资损失	8	8	8	8
营运资金变动	127	(63)	70	69
其它	(400)	(206)	(74)	(141)
投资活动现金流	(504)	(374)	(512)	(512)
资本支出	(589)	(318)	(408)	(438)
长期投资	(44)	34	(8)	(6)
其他	130	(89)	(96)	(68)
筹资活动现金流	166	17	35	84
短期借款	176	(74)	(9)	31
长期借款	29	0	0	0
其他	(38)	92	44	53
现金净增加额	319	308	618	822

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5921	6623	7597	8799
营业成本	4220	4702	5360	6164
营业税金及附加	28	32	36	42
营业费用	334	371	425	493
管理费用	209	265	304	334
研发费用	171	199	236	282
财务费用	(43)	(33)	(44)	(53)
资产减值损失	29	32	37	43
公允价值变动损益	5	0	(1)	1
投资净收益	(8)	(8)	(8)	(8)
其他经营收益	21	14	14	11
营业利润	990	1062	1248	1500
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	989	1061	1247	1499
所得税	172	185	217	261
净利润	817	876	1030	1238
少数股东损益	11	12	14	17
归属母公司净利润	806	864	1016	1221
EBITDA	1139	1142	1342	1608
EPS（最新摊薄）	2.37	2.15	2.53	3.04

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	18.16%	11.85%	14.71%	15.82%
营业利润	31.52%	7.21%	17.56%	20.15%
归属母公司净利润	28.51%	7.22%	17.58%	20.17%
获利能力				
毛利率	28.72%	29.00%	29.45%	29.95%
净利率	13.80%	13.23%	13.56%	14.06%
ROE	32.59%	25.73%	23.40%	22.30%
ROIC	24.51%	20.91%	19.66%	18.93%
偿债能力				
资产负债率	48.65%	40.59%	37.16%	35.22%
净负债比率	15.57%	13.36%	11.89%	11.24%
流动比率	1.61	1.91	2.07	2.20
速动比率	1.21	1.38	1.55	1.70
营运能力				
总资产周转率	1.23	1.10	1.07	1.03
应收账款周转率	6.34	5.83	6.13	6.12
应付账款周转率	5.49	5.17	5.30	5.35
每股指标(元)				
每股收益	2.01	2.15	2.53	3.04
每股经营现金	1.64	1.66	2.73	3.12
每股净资产	8.42	9.45	11.98	15.02
估值比率				
P/E	18.75	17.49	14.87	12.38
P/B	4.47	3.99	3.15	2.51
EV/EBITDA	-0.75	12.15	9.89	7.77

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>