

诺力股份（603611.SH）  
 /机械设备

证券研究报告/公司深度报告

2023年05月13日

**评级：买入（首次）**

市场价格：19.82

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

分析师：姜楠宇

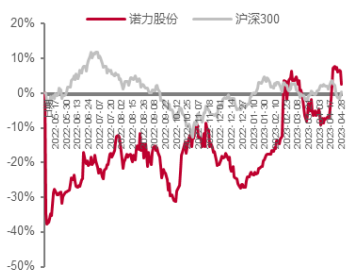
执业证书编号：S0740522110001

Email: jiangny@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	267
流通股本(百万股)	267
市价(元)	19.82
市值(百万元)	5,296
流通市值(百万元)	5,296

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,887	6,702	7,900	10,030	12,449
增长率 yoy%	44%	14%	18%	27%	24%
净利润(百万元)	300	402	508	676	886
增长率 yoy%	24%	34%	26%	33%	31%
每股收益(元)	1.12	1.51	1.90	2.53	3.31
每股现金流量	0.87	1.95	4.11	3.11	4.28
净资产收益率	14%	17%	19%	21%	22%
P/E	17.6	13.2	10.4	7.8	6.0
P/B	2.6	2.3	2.0	1.6	1.3

备注：截止 2023 年 5 月 13 日

### 报告摘要

#### 国内领先的物流综合解决方案提供商，业绩有望持续修复。

(1) 公司前身是“长兴诺力”，通过收购中鼎集成和法国 Savoye，从轻小型搬运车辆设备制造商不断拓展至内部物流综合解决方案提供商，成为国内龙头企业。

(2) 两大业务板块智慧物流系统和智能智造装备的营收规模平分秋色，2021 年受原材料和全球疫情影响，公司盈利能力有所下滑，2022 年公司毛利率修复 0.79pct 至 20.24%，净利率提升 0.75pct 至 5.74%。公司期间费用率整体维持稳定，未来公司管理优化，有望带动毛利率和净利率继续修复。

(3) 家族式企业股权集中，核心人员股权激励充分。公司控股股东、实际控制人为丁毅及其直系亲属合计持有公司 35.64% 股权。公司高管持股，且公司于 2021 年 12 月授予法国 SAVOYE 及下属八家子公司核心人员和高层股权激励，充分激发管理层潜力。

#### 智慧物流：国内物流系统提供商龙头，盈利向上拐点已现。

(1) 国内智慧物流行业千亿市场，已进入加速落地阶段。根据 CIC 灼识咨询，2022 年中国智能物流装备市场规模为 829.9 亿元，同比增长 16.1%。其中新能源、快递快运、快消领域的市场规模最大，分别为 123、122、105 亿元。我国智能物流设备渗透率尚不足 30%，预计 2027 年中国智能物流装备市场规模可达到 1920.2 亿元，未来五年 CAGR 高达 18.3%，其中新能源行业未来五年 CAGR 为 33.1%。

(2) 对比行业内其他上市企业，公司具备技术、体量、经验、品牌优势。对比 9 家物流自动化上市企业，诺力股份的营收和订单规模最大，应收账款和存货周转天数居于行业领先水平，资金回收情况显著优于同行。2022 年度新签物流订单 45 亿，在手订单 64.55 亿（不含税）。已累计完成相关物流系统工程案例超过 2000 个，客户分布广泛，具备多行业的案例积累和经验优势。

(3) 两家主要物流子公司出现边际变化，物流板块盈利有望修复。诺力股份的 ROE 水平在同行业上市公司中领先，但 2022 年净利率仅为 5.7%，低于行业 8% 左右的平均水平。中鼎集成优化管理团队效率提升，23 年一季报净利率修复至 6.4%；随着原材料价格回落和运营收入增加，法国 Savoye 的盈利能力有望持续增强。

#### 叉车：传统小车业务地位稳固，打造大车第二增长极。

(1) 经济和环保优势之下，叉车锂电化趋势明确。相较于燃油叉车，电动叉车更经济环保，我国电动叉车占比从 2011 年的 26.51% 提升到 2022 年 64.39%，锂电叉车渗透率从 2017 年的 2% 提升至 2022 年的 41%。

(2) 国产叉车海外渗透率仍低，锂电叉车出口走向全球。国产叉车走向全球，短期受益于交期和锂电产业链价格优势。长期而言，锂电化趋势之下，国产叉车和全球龙头的差距缩小，有望重塑叉车行业格局。

(3) 公司小车的市场地位极强，“大车战略”开启第二增长极。公司轻小型手动搬运车销量全球第一，电动仓储叉车销量国内前三。把握锂电叉车出海趋势，公司计划新建 3 万台大车产能，预计 2 年内投产实现年销售收入 30 亿元。发布新品保障大车战略实施，与杭叉、合力差异化竞争，借助小车积累的渠道和 ODM/OEM 资源，形成独特的出口竞争力。目前公司大车市占率尚不足 4%，随着大车产能逐步释放，未来成长空间巨大。

#### 盈利预测：我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 79 亿元、100 亿元、124 亿元；

分别同比+18%、+27%、+24%；归母净利润分别为 5.08 亿元、6.76 亿元、8.86 亿元，分别同比+26%、+33%、+31%；EPS 分别为 1.90 元、2.53 元、3.31 元；按照 2023 年 5 月 13 日股价对应 PE 分别为 10.4、7.8、6.0 倍，给予买入评级（首次）。

- **风险提示：**海外经济下行而导致需求减少的风险；汇率波动的风险；公司资源整合及规模扩张后带来的管理风险；原材料价格波动导致的成本上升风险；核心技术和管理人员流失风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险；行业市场规模测算偏差风险。

## 投资主题

### 报告亮点

公司是国内领先的物流综合解决方案提供商，聚焦内部物流行业，从设备制造商不断拓展至物流综合解决方案提供商。受益于国内智慧物流行业千亿市场加速落地，公司来自新能源等下游行业的订单充裕；叉车锂电和出口趋势下，公司增加大车产能，借助于已有渠道和 OEM/ODM 资源，锂电大车市占率有望逐步提升。

### 投资逻辑

物流板块进入利润释放期，叉车板块产能扩张。公司是国内体量最大的物流系统提供商，物流系统集成业务主要由两个全资子公司开展：中鼎集成和法国 Savoye。对比行业内其他上市企业，公司营收规模最大，具备技术、体量、经验、品牌优势。2022 年度新签物流订单 45 亿，在手订单 64.55 亿（不含税）。虽然公司的 ROE 水平在同行业上市公司中领先，但 2022 年净利率仅为 5.7%，低于行业 8% 左右的平均水平。目前两家主要物流子公司出现边际变化，中鼎集成优化管理团队效率提升，23 年一季报净利率修复至 6.4%；随着原材料价格回落和运营收入增加，法国 Savoye 的盈利能力有望持续增强。把握锂电叉车出海趋势，公司计划新建 3 万台大车产能，预计 2 年内投产实现年销售收入 30 亿元，新品发布以及 OEM/ODM 渠道保障大车战略实施。综合以上优势，我们判断公司未来业绩保持持续增长。

### 关键假设、估值与盈利预测

（1）**手动搬运车**：手动搬运车下游需求广泛周期性较小，主要用于出口，欧美需求下行，预计未来维持稳定略有下滑；公司拳头产品，采用成本加成定价，毛利率稳定在 25% 左右。

（2）**电动轻小型叉车**：与手动搬运车的下游场景较为重合，未来预计稳定略有下滑；②公司王牌产品，毛利率预计保持稳定。

（3）**锂电大叉车**：公司锂电大叉车规划 3 万台产能，预计未来 2 年达产，凭借出口渠道优势和 OEM/ODM 业务发力，预计锂电大叉车业务高增；叉车出口毛利率高于国内，长期随着国产厂商出海，价格预计有所下降，毛利呈回落趋势。

（4）**智能物流系统集成**：物流自动化行业需求旺盛，公司在手订单饱满，假设营收增速 30%；中鼎集成的管理出现边际变化，假设盈利能力逐年修复；法国 Savoye 随着运营项目收入提升，盈利能力有望逐步提升。

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 5.08 亿元、6.76 亿元、8.86 亿元，分别同比+26%、+33%、+31%；EPS 分别为 1.90 元、2.53 元、3.31 元；按照 2023 年 5 月 13 日股价对应 PE 分别为 10.4、7.8、6.0 倍。公司作为物流综合解决方案提供商龙头，受益于物流自动化需求增长和叉车锂电+出口趋势，未来市占率有望持续提升；首次覆盖，给予“买入”评级。

## 内容目录

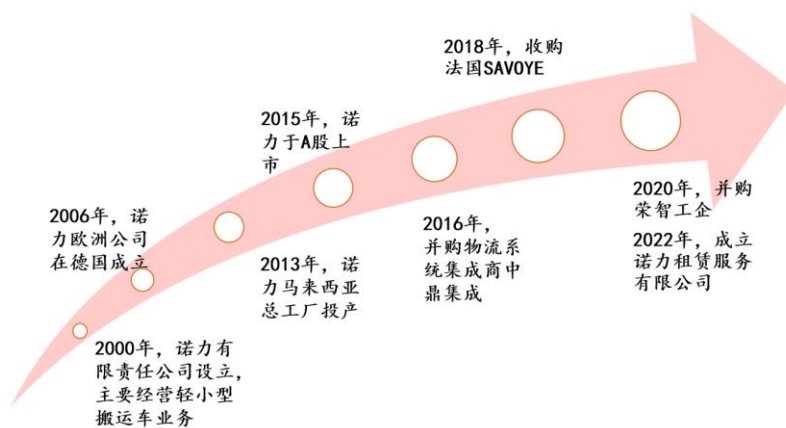
<b>1、公司介绍：国内领先的物流综合解决方案提供商</b> .....	<b>- 5 -</b>
1.1、发展历程：持续并购优质公司，拓展公司业务板块.....	- 5 -
1.2、主营业务：智慧物流与智能装备为两大业务支柱.....	- 5 -
1.3、财务分析：业绩保持高增长，现金流回款健康.....	- 7 -
1.4、股权结构：家族企业股权集中，核心人员激励充分.....	- 9 -
<b>2、智慧物流：国内物流系统提供商龙头，盈利向上拐点已现</b> .....	<b>- 9 -</b>
2.1、智慧物流行业千亿市场，已进入加速落地阶段.....	- 9 -
2.2、公司是国内物流系统提供商龙头，具备技术、规模和经验优势.....	- 13 -
2.3、子公司出现边际变化，物流板块盈利有望修复.....	- 16 -
<b>3、叉车：传统小车龙头地位稳固，打造大车第二增长极</b> .....	<b>- 17 -</b>
3.1、经济和环保优势之下，叉车锂电化趋势明确.....	- 17 -
3.2、国产叉车的海外渗透率仍低，锂电叉车出口走向全球.....	- 18 -
3.3、公司小车市场地位高，“大车战略”开启第二增长极.....	- 19 -
<b>4、首次覆盖，给予“买入”评级</b> .....	<b>- 21 -</b>
<b>5、风险提示</b> .....	<b>- 24 -</b>

## 1、公司介绍：国内领先的物流综合解决方案提供商

### 1.1、发展历程：持续并购优质公司，拓展公司业务板块

- 聚焦内部物流行业，公司从设备制造商不断拓展至综合解决方案提供商。诺力股份成立于 2000 年，前身是“长兴诺力机械有限责任公司”，专注于轻小型搬运车辆及电动仓储车辆的研发、生产、销售。通过投资并购内部物流产业链上实现外延式发展，2016 年收购中鼎集成之后，转型成为全领域智能内部物流系统综合解决方案提供商和服务商，2018 年收购法国 Savoye，进一步增强智慧仓储物流系统解决方案领域的技术实力。经过多年努力，公司已成为全球为数不多的能够同时提供物料搬运设备、智能立体仓库、智能输送分拣系统、无人搬运机器人 AGV 及其系统、供应链综合系统软件等整体解决方案的公司，实现从“传统物料搬运设备制造商”到“全领域智能内部物流系统综合解决方案提供商和服务商”的战略布局。

图表 1：诺力股份发展历程



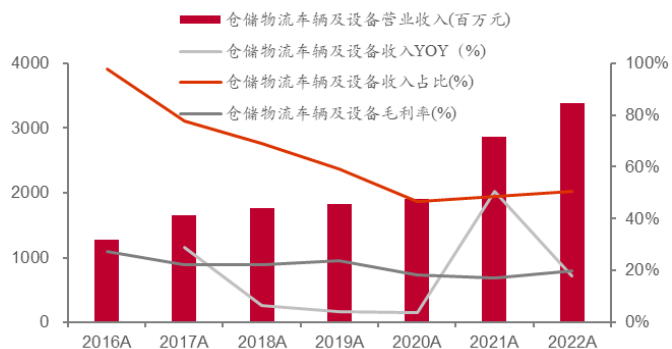
来源：公司官网、中泰证券研究所

### 1.2、主营业务：智慧物流与智能装备为两大业务支柱

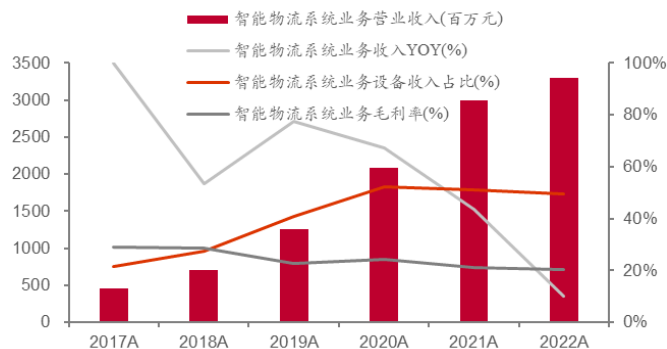
- 公司业务包括智慧物流系统和智能智造装备两大板块，营收规模平分秋色，智慧物流系统占比呈上升趋势。公司收购中鼎集成后，智能物流板块的营收从 2017 年 4.6 亿元逐年增长至 2022 年的 32.99 亿元，占比提升至 49%，仓储物流车辆板块 2022 年营收 33.76 亿元，占比 51%。

图表 2：仓储物流车辆及设备收入及增速、毛利率

图表 3：智能物流系统收入及增速、毛利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**(1) 智慧物流系统毛利率稳定, 占比呈上升趋势。**智慧物流产品包括自动化立体仓储系统、自动化输送分拣系统、无人搬运机器人及系统和自动化物流软件系统等解决方案。公司目前在全球范围内已累计完成相关物流系统工程案例超过 2000 个, 客户广泛分布于食品饮料、医药、电子商务、汽车、电力、机械制造、造纸、化工、纺织服装、物流仓储、冷链、新能源锂电等众多领域。

**图表4: 智能物流系统产品类型和特点**

产品类型	产品展示	产品特点
自动化仓储系统		包括货架、堆垛机、多层穿梭车等自动化存储设备
自动化输送分拣系统		包括各式输送机、自动化分拣设备、手持终端拣选和电子标签拣选等
自动化物流软件系统		物流管理软件、仓储控制系统 (WCS)、仓储管理系统 (WMS)、运输管理系统 (TMS)、订单管理系统 (OMS) 以及智能 APS 生产排程系统等
无人搬运机器人及系统		无人搬运机器人系统主要包括各类搬运机器人及其导航系统、调度系统、WMS 系统及智能工厂智慧物流集成解决方案

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**(2) 智能智造装备业务板块: 小车领先, 布局大车。**按世界工业车辆统计协会及中国工业车辆协会统计口径, 叉车通常分为电动平衡重乘驾式叉车 (I)、电动乘驾式仓储叉车 (II)、电动步行式仓储叉车 (III) 和内燃平衡重乘驾式叉车 (IV&V) 四大类型。公司主要产品包括手动搬运车 (VIII 类车, 不属于叉车四大分类范畴)、电动轻小型搬运车辆 (III 类车)、电动平衡重叉车 (I 类车)、电动乘驾式仓储叉车 (II 类车)、电动牵引车、AGV 叉车等。其中公司轻小型仓储物流设备出口连续十多年保持国内第一, 具备领先优势和品牌口碑, 同时积极推进高端工业车辆的全球化业务布局, 加速实施大车战略。

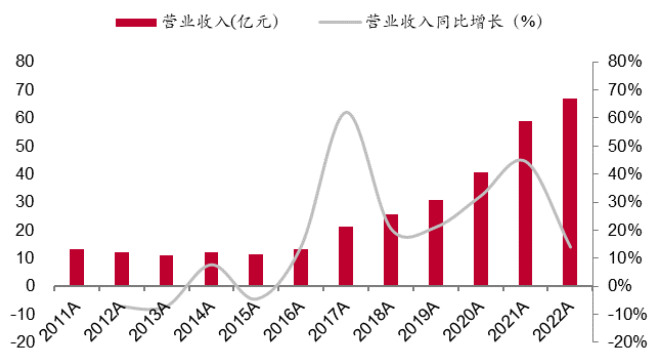
**图表5: 仓储物流车辆类型和代表型号**

产品类型	产品系列	产品展示	产品特点
轻小型搬运车	手动搬运车 (8类车)		材料选用加强型钢材，坚固耐用，外形精致美观。 所有的转轴处都加以润滑，确保良好的操作性和轻松的转向。复合套和镀铬的轴确保了安静平稳的起升和行走，使用寿命长。
	手动/半电动堆垛车		手柄符合人体工程学，操作简易舒适；可选固定货叉（550×1150mm）和移动式货叉（330~740×900mm）；转向轮处有保护装置；机械刹车装置使车辆在任何情况下都能实现安全停车；手柄打压起升和脚踏起升
	电动步行式搬运车 (3类车)		整车金属覆盖，保护内在部件。自重小；爬坡度高；锂电池快速充电功能；电池更换简易
	电动步行式堆垛车		电动升高/行走；12B：免维护铅酸电池/12N：快充锂电池；多功能手柄，可操作性强；内置充电器确保使用的高自主性
电动乘驾式叉车	电动乘驾式仓储叉车 (2类车)		货叉倾斜有效提升高位承载能力；电液比例控制系统；高位限速功能、高度限位功能、转弯限速控制、前后移末端减速、电机温度监测控制、电磁制动与液压制动相结合、驻车电磁制动、AC交流变频调速，实现无级调速控制
	电动平衡重乘驾式叉车 (1类车)		符合人体工学设计；高性能电池；维修方便；牢固可靠的设计；额定载荷1600-2000公斤；功率强；电池标配铅酸电池，选配锂电
其他	高空作业平台、AGV等		

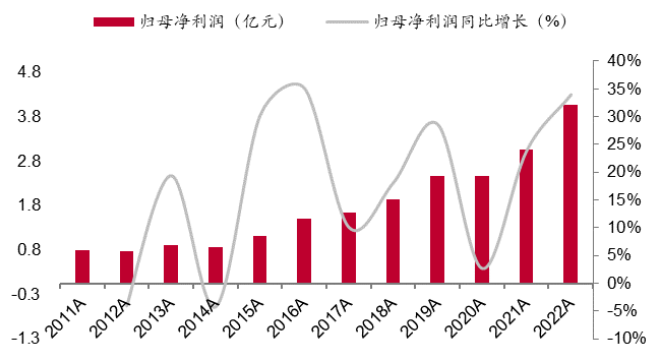
来源：公司公告，中泰证券研究所

### 1.3、财务分析：业绩保持高增长，现金流回款健康

- 自 2016 年以来，公司已连续 7 年实现营收和归母净利润正增长。物流行业下游分散，需求与宏观经济环境有一定相关性，同时产品成本受原材料价格影响较大，而公司实现业绩平稳发展，2016-2022 年营收从 13.1 亿元增长至 67.0 亿元，CAGR 为 31.3%；归母净利润从 1.45 亿元增长至 4.02 亿元，CAGR 为 18.5%。其中 2017 年由于原材料上涨、行业竞争激化，利润增速低于营收增速。2022 年实现营业收入 67.02 亿元，同比增加 13.85%；归母净利润 4.02 亿元，同比增长 33.97%。

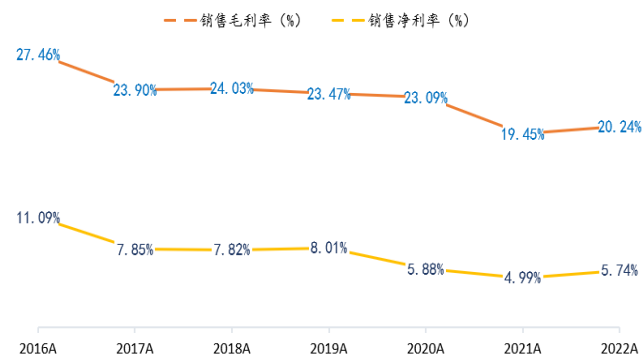
**图表 6: 2011-2022 年公司营业收入及增速**


来源：公司公告，中泰证券研究所

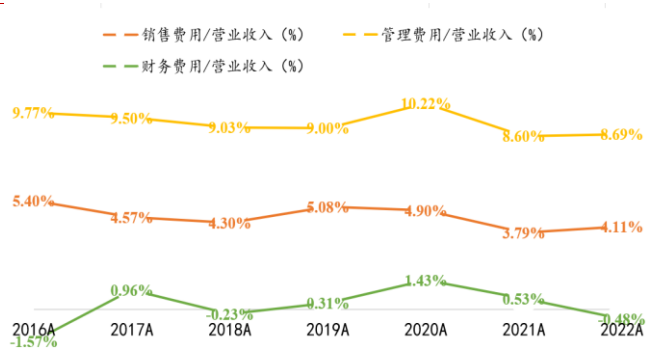
**图表 7: 2011-2022 年公司归母净利润及增速**


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2022 年和 2023 年一季度公司毛利率和净利率有所回升，期间费用率保持稳定。**2021 年在原材料价格快速上涨、全球新冠疫情的影响下，公司盈利能力有所下滑，2022 年原材料价格下降带动成本回落，公司毛利率提升 0.79pct 至 20.24%，净利率提升 0.75pct 至 5.74%，均有所修复。公司期间费用率整体维持稳定，2020 年由于法国 Savoye 并表和美元汇率变动，管理费用和财务费用有所增加，2022 年汇兑收益增加使得财务费用为负。预计公司期间费用率维持稳定，原材料价格回落和公司管理优化有望带动毛利率和净利率修复。

**图表 8: 公司毛利率及净利率变化趋势**


来源：公司公告，中泰证券研究所

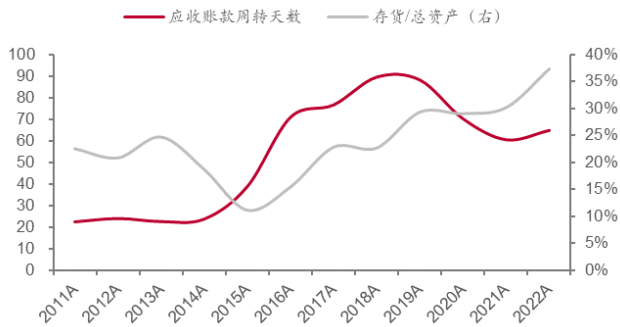
**图表 9: 公司期间费用率变化趋势**


来源：公司公告，中泰证券研究所

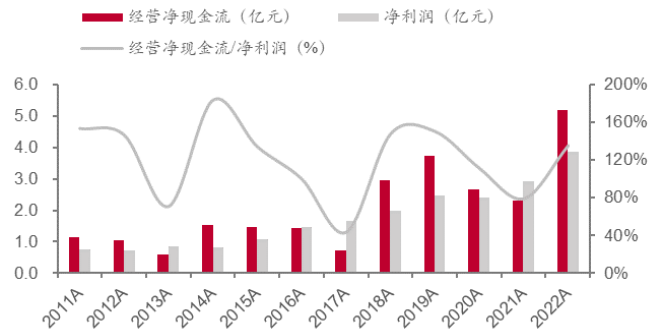
- 经营效率提升，现金流回款健康。**随着公司订单和营收增长，存货占比呈上升趋势，同时应收账款周转天数从 2019 年的 88 天下降至 2022 年的 65 天，显示出公司经营效率不断提升。经营性净现金流也验证公司收款良好，除 2013、2017、2021 年存货或应收账款高增的年份之外，经营性净现金流均能覆盖净利润，现金流健康充裕。

**图表 10: 公司存货增加，应收账款回收加快**
**图表 11: 公司经营性净现金流覆盖净利润**





来源: wind, 中泰证券研究所

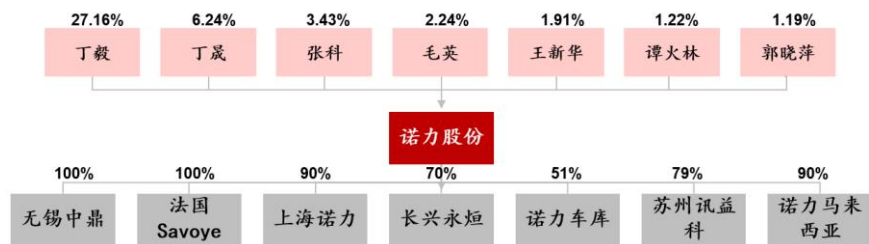


来源: wind, 中泰证券研究所

#### 1.4、股权结构: 家族企业股权集中, 核心人员激励充分

- **家族企业股权集中, 核心人员股权激励充分。**公司控股股东、实际控制人为丁毅, 直接持有公司 27.16% 股权, 其配偶毛英持有公司 2.24% 股权, 其子丁晟持有公司 6.24% 股权, 丁毅及其直系亲属合计持有公司 35.64% 股权, 股权集中。公司高管持股, 且公司于 2021 年 12 月授予法国 SAVOYE 及下属八家子公司核心人员和高层股权激励, 股份来源为 SAVOYE 新发股份, 充分激发管理层潜力。

图 12: 公司主要股东及子公司 (截止 2022 年 12 月 31 日)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图 13: 公司高管持股情况 (截止 2022 年 12 月 31 日)

高管姓名	高管职务	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
丁毅	董事长	7256.77	27.16%
丁晟	副总经理, 董事	1667.85	6.24%
张科	副总经理, 董事	915.97	3.43%
毛英	总经理, 董事	598.50	2.24%
钟锁铭	副总经理, 董事	116.35	0.44%
陈黎升	副总经理, 董事	33.60	0.13%
刘宏俊	副总经理	10.50	0.04%
刘云华	副总经理	10.50	0.04%
包毓祥	股东代表监事	11.48	0.04%
合计		10621.52	39.76%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

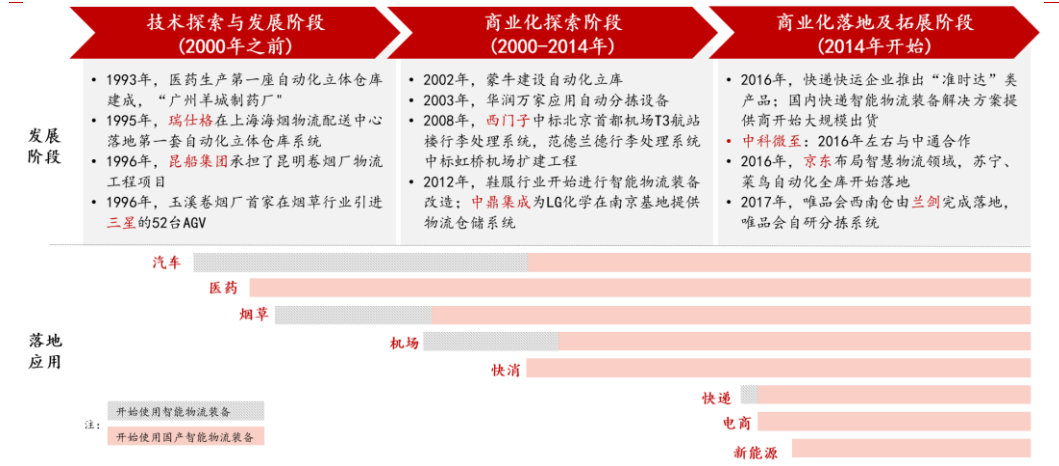
## 2、智慧物流: 国内物流系统提供商龙头, 盈利向上拐点已现

### 2.1、智慧物流行业千亿市场, 已进入加速落地阶段

- 我国智能物流装备行业已进入商业化落地及拓展阶段。自 70 年代起,

以北起院和北自所为代表的中国研究院所开启了自动化立体库的研发，汽车、医药、烟草行业是首先使用物流自动化的行业；2000年以后，随着大量新兴企业诞生，物流装备技术在快消、机场等行业得到进一步普及；2014年后，电商的爆发式增长使得中国物流装备从“跟随”逐步转为“领跑”，电商和新能源行业开始使用国产智能物流装备。

**图表 14：中国智能物流装备行业发展历程**



来源：CIC 灼识咨询、中泰证券研究所

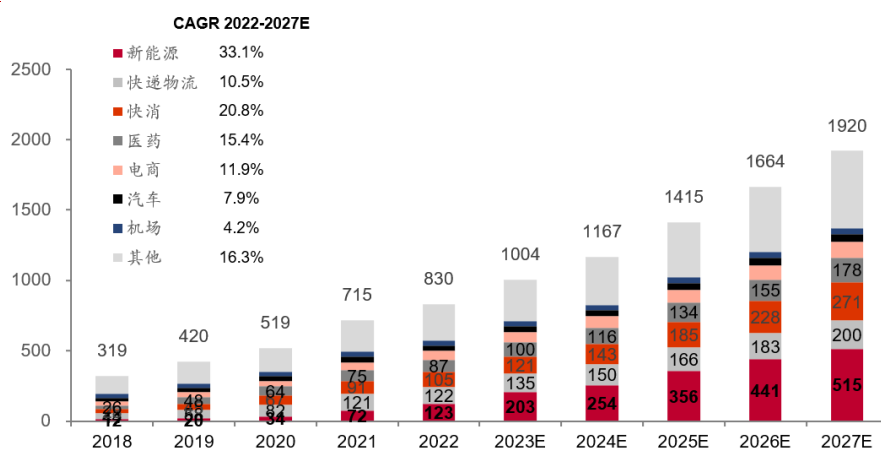
- **智能物流产业链的上游为设备制造商和软件开发商，中游为系统集成商，下游为各应用行业。**上游单机设备和零部件及系统提供商，供应立体货架、叉车、输送机、分拣机、AGV、堆垛机、穿梭车等硬件设备，以及 WMS、WCS、WES、MES 等仓储软件与工业软件；中游解决方案提供商，一部分由物流设备的生产厂家发展而来，硬件技术较强，如诺力股份、中科微至；另一部分由物流软件开发商发展而来，在软件技术开发上具有较强的竞争实力，如今天国际等；下游是应用物流或仓储自动化系统的各行业，可分为工业生产物流和商业配送物流。其中，快递快运、医药、电商，以及烟草领域智能物流装备国产化率较高，快递快运、机场和烟草领域的进入门槛相对较高。

**图表 15：智慧物流产业链**



来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

- 国内智能物流的市场空间近千亿元，其中新能源、快消、医药为高增速的应用场景。根据 CIC 灼识咨询，2022 年中国智能物流装备市场规模为 829.9 亿元，同比增长 16.1%。其中新能源、快递快运、快消领域的市场规模最大，分别为 123、122、105 亿元。2022 年科技部等六部门发布了《关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》，明确提出了“打造包括机器视觉工业检验、机器人分拣分拣、物料搬运、智能立体仓储等在内的重大智能场景”，有望持续推动智能物流装备行业增长。预计 2027 年，中国智能物流装备市场规模可达到 1920.2 亿元，未来五年 CAGR 高达 18.3%，其中新能源行业增速领先，2022-2027CAGR 为 33.1%。

**图表 16: 智能物流装备下游应用的市场规模 (单位: 亿元)**


来源: CIC 灼识咨询、中泰证券研究所

- 物流自动化行业竞争充分，格局分散，各厂商专注于细分赛道。根据《物料搬运商业评论》(Modern Materials Handling, MMH) 发布的 2022 年“全球物料搬运系统供应商二十强”榜单，龙头公司以日本、美国、欧洲企业居多，根据 IMARC Group 预测全球物流自动化市场规模 648 亿美元测算，日本大福、德马泰克的全球市占率分别为 6.8%、6.6%。国内物流自动化上市公司中，参照灼识咨询 2022 年市场规模 830 亿元计算，诺力股份、今天国际的市占率分别为 4.0%、2.9%。物流自动化行业的下游较分散，各集成商在不同的细分领域有较强的竞争实力。例如诺力股份和今天国际深耕新能源行业，昆船智能在烟草和军工领域竞争力较强。

**图表 17: 2022 年“全球物料搬运系统供应商二十强”榜单**
**图表 18: 国内物流自动化上市公司及市占率**

2021排名	公司	全球2021年收入(亿美元)	国家	市占率
1	大幅	43.9	日本	6.8%
2	德马泰克	42.99	美国	6.6%
3	胜斐尔	37.32	德国	5.8%
4	霍尼韦尔	29.4	美国	4.5%
5	范德兰德	26	荷兰	4.0%
6	科纳普(Knapp AG)	18.4	奥地利	2.8%
7	村田机械	17.8	日本	2.7%
8	MHS	15	美国	2.3%
9	WITRON Integrated Logistics	12.42	德国	1.9%
10	MECALUX	11.77	西班牙	1.8%
11	伯曼	11.2	德国	1.7%
12	西门子	10	德国	1.5%
13	TGW	9.25	奥地利	1.4%
14	瑞士格	7.37	德国	1.1%
15	法孚集团	6.64	法国	1.0%
16	Kardex AG	5.14	瑞典	0.8%
17	Bastian Solutions	4.26	美国	0.7%
18	Elettric 80	3.72	意大利	0.6%
19	AutoStore AS	3.28	挪威	0.5%
20	System Logistics SpA	3.22	意大利	0.5%
	合计	319.08		49.2%

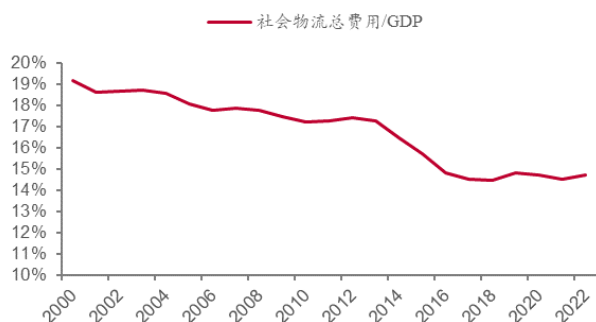
来源: Modern Materials Handling, IMARC Group, 中泰证券研究所

	2022年营收(亿元)	2022年市占率	应用行业
诺力股份	33.0	4.0%	新能源、食品、医药、冷链、电商等
今天国际	24.1	2.9%	新能源、烟草、石化
东杰智能	11.4	1.4%	新能源、石化、汽车等
昆船智能	20.6	2.5%	烟草、军工等
兰剑智能	9.2	1.1%	航空航天、通信设备、烟草、医药、新能源等
音飞储存	15.4	1.9%	新能源、食品冷链、纸行业、服装纺织、医疗医药、电子电器、半导体等
德马科技	15.3	1.8%	医药、智能制造、零售、电商、快递物流、鞋服
井松智能	5.8	0.7%	医药、食品饮料、汽车、新能源、家电、3C、冶金、家居、纺织服装
瑞晟智能	3.1	0.4%	鞋服、汽车零配件、其他

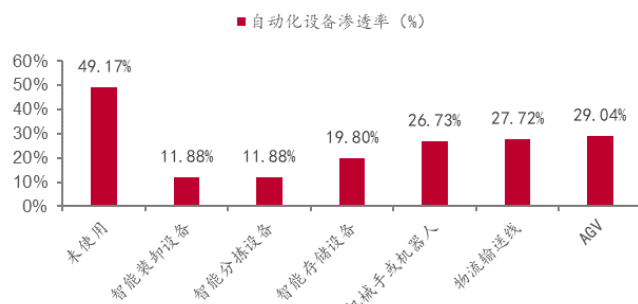
来源: Wind, 中泰证券研究所

- 我国智能物流设备渗透率尚不足 30%，政策促进物流供应链提质增效。**

社会物流总费用与 GDP 的比值是衡量一个国家物流效率和发展阶段的重要指标，通常社会物流总费用占比越低，代表物流行业发展越成熟。2022 年，我国社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.7%，比上年提高 0.18 个百分点，与美国、日本等发达国家的物流费用与 GDP 的比率稳定在 8%-9% 左右仍有一定距离，根据《国家物流枢纽布局和建设规划》，“到 2025 年，要推动全社会物流总费用与 GDP 比率下降至 12% 左右”，供应链效率有较大提升空间。而根据京东物流研究院的统计，2021 年 AGV、输送线及机器人的渗透率不足 30%，且仍有 49.17% 的企业尚未引入物流自动化设备，远低于发达国家 80% 左右的智能物流装备渗透率水平。未来随着智能物流装备的成本、效率优势进一步显现，柔性化供应链需求持续增强，智能物流装备渗透率预计将快速提升。

**图表 19: 我国社会物流总费用与 GDP 比值**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 20: 2021 年中国智能仓储设备渗透率**


来源: 京东物流研究院, 中泰证券研究所

- AI 技术从软件和硬件两端赋能物流行业降本增效，预计 2025 年 AI+物流的市场规模约百亿。**

AI 在物流中的应用方向可以大致分为两种，一是以 AI 技术赋能的如无人卡车、AMR、无人配送车、无人机、客服机器人等智能设备代替部分人工，这部分应用市场前景广阔，但受技术水平和政策限制等因素影响，落地条件尚不成熟，还需要较长的培育时间；二是通过计算机视觉、机器学习、运筹优化等技术或算法驱动的如车队管理系统、仓储现场管理、设备调度系统、订单分配系统等软件系统提

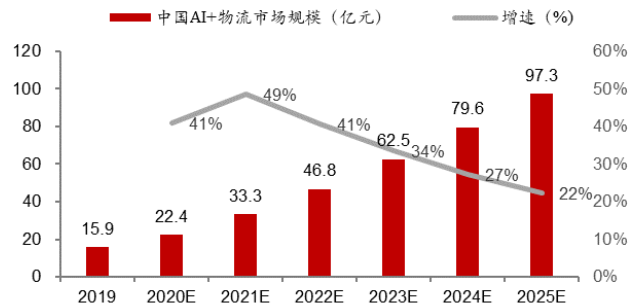
高人工效率，已具备一定的技术基础，实际场景散落在物流业务体系中的各个角落，场景较为分散。根据艾瑞咨询，2019年 AI+物流的市场规模为 15.9 亿元，预计到 2025 年市场规模 97.3 亿，CAGR 为 35%。

图表 21: AI 在物流行业的应用

	智能仓储	智能运输	智能配送
应用场景	仓储现场管理 货物搬运 设备调度系统	自动驾驶无人卡车 车队管理系统	无人配送车、无人机 订单分配系统
核心技术	计算机视觉 深度学习 深度学习 运筹优化	自动驾驶 计算机视觉	自动驾驶 VSLAM 深度学习 运筹优化
适用领域	快递快运 电商仓储 生产物流	快速快运 电商仓储 大型仓库	快速快运 即时配送 偏远地区配送
市场空间 (亿元)	2022E: 21.3 2025E: 44.4 CAGR 28%	2022E: 2.2 2025E: 6.4 CAGR 43%	2022E: 16.5 2025E: 31.7 CAGR 24%

来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

图表 22: 中国 AI+物流市场规模预测



来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

## 2.2、公司是国内物流系统提供商龙头，具备技术、规模和经验优势

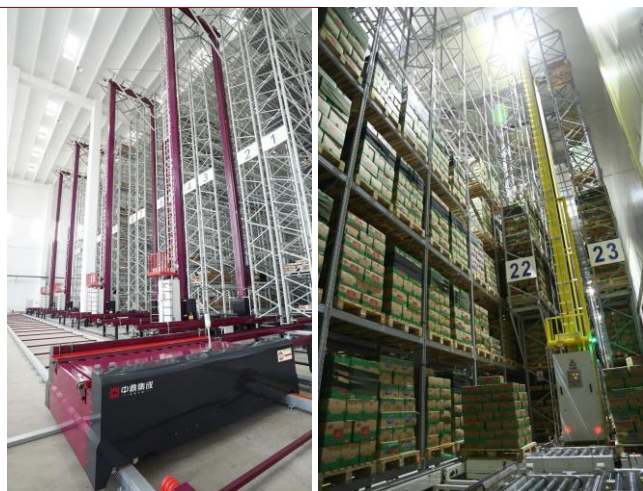
- 公司是国内体量最大的物流系统提供商，物流系统集成业务主要由两个全资子公司开展：中鼎集成和法国 Savoye:

1) **中鼎集成**: 成立于 2009 年，凭借核心设备自研优势，逐步成长为国内一流的智能物流系统集成商，2019 年成为诺力股份全资子公司。在高工机器人产业研究所 GGII 评选出的 2021 年中国物流仓储系统集成商竞争力排行榜中，中鼎集成位列第一。拥有定制化解决方案的能力、核心设备研发制造能力和智能管理软件研发能力等强大优势。

2) **法国 Savoye**: 成立于 20 世纪 60 年代，是欧洲领先的智能物流装备制造制造商、软件服务商和系统集成商，在被公司收购前，其与原母公司 Legris Industries 位列美国权威物料搬运领域杂志《MMH》公布的 2020 年全球物流系统集成商 20 强榜单，2019 年成为公司的全资子公司。在智慧仓储物流系统解决方案领域拥有行业领先的技术，尤其是在自动多层穿梭车系统、货到人拣选系统以及智能仓储管理软件等方面在国际上位于行业领先水平。

图表 23: 中鼎集成用于家居行业和冷链行业的仓储案例 (基于堆垛机搬运方式)

图表 24: 法国 Savoye 自动化仓储系统 (基于多层穿梭车搬运方式)



来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **对比行业内其他上市企业，公司具备技术、体量、经验、品牌和团队优势。**物流自动化行业的下游客户分散，具备非标和定制化属性，需要对行业有深厚的理解和认知，而具备核心软硬件技术，同时能够结合行业场景和 Know-how 做定制化研发和适配的企业能够脱颖而出。

**(1) 重视研发，核心设备自产，软件体系完善。**公司是行业内少数具备集智慧物流系统核心设备研发和制造能力、自动化物流软件管理系统开发能力的原厂商型公司。公司近五年平均研发费用 1.65 亿元，在同行业上市公司中绝对值最高，且呈逐年上升趋势，从 2018 年的 0.7 亿元提升至 2022 年的 2.6 亿元。

**硬件方面**，中鼎集成、法国 SAVOYE、上海诺力都具备成熟的核心设备制造能力，包括堆垛机、输送分拣设备、多层穿梭车、自动包装机、各类无人搬运机器人等。

**软件方面**，公司坚持软件定义智慧物流的思想，增加软件的研发和投入，打造更完善的独立的软件体系。主要软件体系产品包括：设备控制监控系统（WCS）、仓库管理系统（WMS）、柔性化生产执行系统（FMS）、生产数据追溯和设备效能分析大数据平台（DMS）、运输管理系统（TMS）、订单管理系统（OMS）、智能 APS 生产排程系统、智能车间智慧物管理系统（MLS）、智能仓储管理系统（IWMS）、自动包装系统等等。

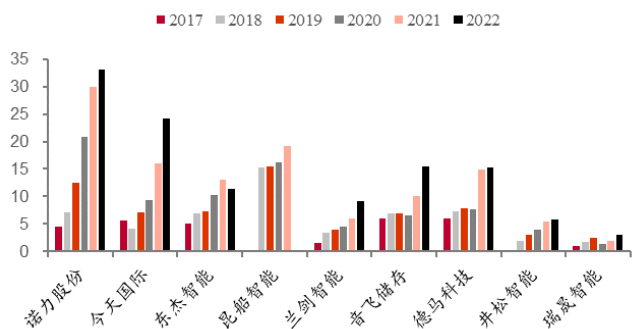
**图表 25：公司近 5 年均研发投入 1.65 亿元，拥有 77 项发明专利**

	近5年均研发费用率	近5年均研发投入(亿元)	自主知识产权情况
诺力股份	3.6%	1.65	有效专利650项(不合法国子公司), 包含发明专利77项, PCT国外发明专利4项
今天国际	7.0%	0.83	拥有400余项专利和计算机软件著作权, 并成为行业标准的参与制定者
东杰智能	4.3%	0.41	拥有有效专利212余项、软件著作权49项, 参与多项行业标准制定
昆船智能	5.3%	0.91	拥有144项发明专利授权、381项实用新型专利授权、8项外观设计专利授权、3项作品著作权、80项计算机软件著作权
兰剑智能	8.5%	0.46	2022年共申请知识产权35项, 获得知识产权67项
音飞储存	3.9%	0.37	有效授权专利178项, 其中发明专利17项; 软件著作权72项; 主导和参与制定了6项国家标准、17项行业标准, 出版4本行业用书。
德马科技	5.4%	0.52	取得了394项专利和软件著作权, 其中发明专利26项, 软著权35项, 另外还有115项发明专利在审核授权中。
井松智能	8.4%	0.30	获得有效授权专利31项, 其中发明专利3项、实用新型专利24项、外观设计专利4项, 获得软件著作权16项。
瑞晟智能	10.0%	0.20	共申请知识产权71项, 其中发明专利8项, 实用新型专利52项, 外观设计专利6项, 其他商标、作品著作权合计5项。

来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

(2) 案例经验丰富、订单充裕, 彰显龙头的资金实力和经验积累。对比 9 家物流自动化上市企业, 诺力股份的营收规模最大, 且订单数额也高于其他企业。2022 年法国 SAVOYE 公司新签订单高达 17.49 亿, 创历史新高。截至 2022 年 12 月 31 日, 公司智慧物流系统业务在手订单 64.55 亿 (不含税), 2022 年度新签订单 45 亿 (不含税), 其中中鼎集成的在建项目超过 100 个, 在建项目合同金额超过 51 亿。

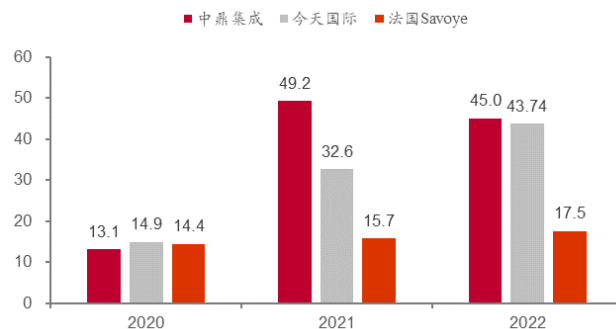
图表 26: 物流自动化上市企业营收对比 (单位: 亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

注: 诺力股份数据为智能物流系统业务营业收入

图表 27: 诺力股份与今天国际新增物流订单含税金额对比 (单位: 亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

(3) 公司具有跨多个行业的综合服务能力和行业经验。智慧物流行业具有显著的定制化特点, 不同行业的客户需求差异较大, 客户对物流系统集成商的行业经验、成功案例与业内口碑十分看重。截止 2022 年报, 公司在全球范围内已累计完成相关物流系统工程案例超过 2000 个, 客户广泛分布于食品饮料、医药、电子商务、汽车、电力、机械制造、造纸、化工、纺织服装、物流仓储、冷链、新能源锂电等众多领域, 具备多行业的案例积累和经验优势。

图表 28: 中鼎集成客户

图表 29: 法国 Savoie 客户

行业	客户
冷链行业	安井、中粮肉食、双汇集团、北大荒等
新能源行业	宁德时代、蜂巢能源、LG化学、孚能科技等
制造行业	一汽铸造、中国一重、正泰电器、特变电工等
医药行业	中国医药集团、九州通集团、天士力、扬子江药业等
汽车行业	北京奔驰、上海通用、一汽大众、北京现代等
煤炭、电力行业	国家电网、西山煤电、川煤集团、同煤集团等
食品行业	蒙牛乳业、顶新集团、喜之郎、九三集团等
其他行业	圣象集团、中国石油、利群集团、中国烟草等

来源：公司公告，中泰证券研究所

行业	客户
第三方物流行业	Bollere (波洛莱)、Logistex、Docsourcing
食品/冷链行业	KERMENE、Cooperl (科普利信)、Colruyt (克鲁特)
医药行业	库博光学、OPHTHALMIC、CSP、Hartmann
汽车行业	雷诺、Alliance Automotive、Mister Auto、Bodemer (雷诺汽车配件配送)、Breizh、Flauraud、Gemy
办公用品行业	史泰博、Lyreco、Pichon、CANSON (康颂)
图书行业	MDS、Cap Diffusion
鞋服、奢侈品	LACOSTE、爱马仕、Babolat (百宝力)、ASICS (亚瑟士)、迪卡侬、老佛爷百货、KIABI (凯家衣)、
化妆品、个人护理	LV、雅诗兰黛、迪奥、欧莱雅、纪梵希、爱马仕、希思黎、宝洁
工业备件	Weldom、TB、Parker、Bihl、Brammer、Hilti
电子设备	Sermes、Wurth (伍尔特)
电商	VENTEPRIVEE、Foto Vista、Next Solutions

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 凭借良好的行业口碑和实力，公司的资金回收情况显著优于同行。物流自动化定制方案的交付周期较长，集成商需要提前采购原材料，行业普遍存在垫资现象，公司具有跨多个行业综合服务能力和行业经验，应收账款和存货周转天数居于行业领先水平。

图表 30: 物流自动化公司应收账款周转天数对比

应收账款周转天数	2017	2018	2019	2020	2021	2022
德马科技	110	116	121	108	57	71
诺力股份	77	90	88	70	61	73
今天国际	298	446	264	153	73	97
兰剑智能	152	83	115	115	113	126
昆船智能	0	263	286	193	79	134
中位数	120	127	141	149	113	134
音飞储存	120	124	146	149	122	173
瑞晟智能	173	155	141	292	219	214
东杰智能	178	160	199	188	176	219
井松智能	0	127	129	143	161	316
排名	25%	12%	0%	0%	12%	12%

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 31: 物流自动化公司存货周转天数对比

存货周转天数	2017	2018	2019	2020	2021	2022
兰剑智能	279	123	140	190	224	217
瑞晟智能	146	130	85	150	160	224
诺力股份	118	137	174	191	170	232
德马科技	127	131	102	245	213	300
东杰智能	226	240	324	267	212	307
中位数	127	185	182	245	213	307
今天国际	84	220	182	268	287	407
井松智能	0	605	394	287	199	440
音飞储存	145	185	194	212	281	498
昆船智能	0	233	219	327	374	652
排名	37%	37%	37%	25%	12%	25%

来源：Wind，中泰证券研究所

### 2.3、子公司出现边际变化，物流板块盈利有望修复

- 公司净利率低于行业平均水平，提升空间大。对物流自动化上市企业进行杜邦分析，诺力股份的 ROE 水平在同行业上市公司中领先，拆分来看主要来自资产周转率和杠杆比率的贡献，而净利率位于行业中下水水平，2022 年公司整体净利率仅为 5.7%。若仅考虑物流板块，2022 年中鼎集成的净利率为 4.6%，相较于行业内其他公司的提升空间巨大。

图表 32: 物流自动化上市企业 ROE 对比

图表 33: 物流自动化上市企业净利率对比



ROE	2017	2018	2019	2020	2021	2022
今天国际	8.5%	1.1%	3.0%	3.8%	4.1%	6.0%
诺力股份	7.4%	7.4%	6.8%	5.7%	5.5%	4.2%
德马科技	9.0%	10.7%	10.5%	6.3%	4.2%	4.1%
音飞储存	8.8%	8.5%	6.7%	7.0%	6.7%	3.5%
兰剑智能	2.1%	11.6%	16.7%	11.3%	6.8%	3.0%
中位数	7.4%	7.4%	6.7%	5.7%	4.2%	3.0%
东杰智能	3.8%	4.9%	5.1%	5.0%	3.5%	2.4%
井松智能	-	1.7%	5.9%	11.0%	10.8%	2.3%
昆船智能	-	2.8%	3.5%	3.4%	3.6%	1.9%
瑞晟智能	17.8%	23.6%	29.0%	5.0%	1.9%	1.7%
排名	50%	50%	38%	50%	38%	13%

来源：Wind，中泰证券研究所

净利率	2017	2018	2019	2020	2021	2022
井松智能	-	2.2%	7.2%	13.4%	12.7%	12.1%
今天国际	16.3%	4.2%	6.7%	6.5%	5.7%	10.7%
兰剑智能	3.5%	10.3%	18.5%	18.5%	13.3%	9.9%
音飞储存	13.9%	13.3%	11.0%	13.2%	12.4%	8.6%
诺力股份	7.9%	7.8%	8.0%	5.9%	5.0%	5.7%
中位数	7.1%	8.0%	8.1%	10.6%	5.7%	5.7%
德马科技	6.8%	8.0%	8.1%	8.7%	5.2%	5.3%
昆船智能	-	4.2%	5.1%	5.6%	5.2%	5.2%
东杰智能	7.1%	9.1%	12.3%	10.6%	5.6%	4.0%
瑞晟智能	13.0%	15.9%	18.5%	12.2%	7.3%	-
排名	38%	63%	63%	88%	100%	50%

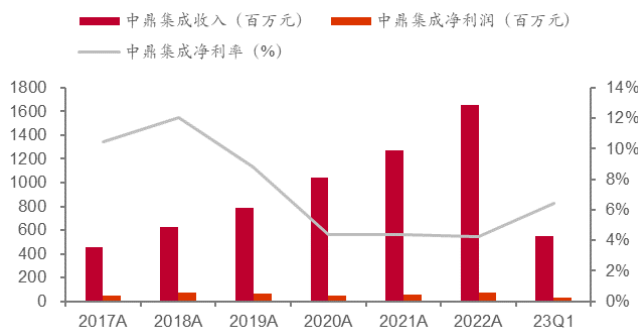
来源：Wind，中泰证券研究所

■ 两家主要物流子公司出现边际变化，物流板块盈利能力有望逐步修复。

1) 中鼎集成的管理效率提升，公司 4 月 3 日公告，原无锡中鼎集成总经理、公司副董事长张科先生提交书面辞职报告。中鼎集成继续调整优化管理团队，调整业务结构，加强统筹管理，整合效果逐步显现。根据公司 23 年一季报，中鼎集成营业收入 5.48 亿元，净利润为 3,521.94 万元，净利率为 6.4%显著提升。

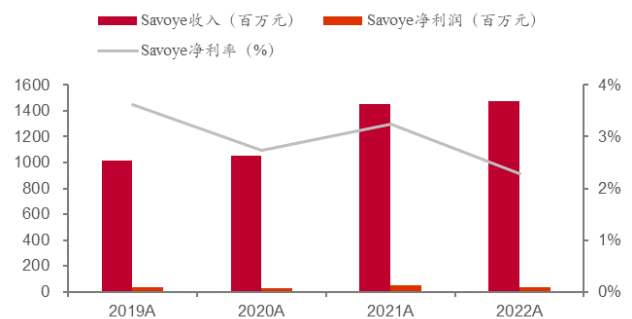
2) 法国 SAVOYE 随着原材料价格回落、运营收入增加，盈利能力有望增强。公司 2021 年实施股权激励，积极拓展新的市场，建设新厂区扩大产能，2022 年新签订单高达 17.49 亿，创历史新高。随着订单交付，运营收入会持续增加，盈利能力会持续增强。

图表 34：中鼎集成营收及净利润



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 35：法国 Savoye 营收及净利润



来源：公司公告，中泰证券研究所

### 3、叉车：传统小车龙头地位稳固，打造大车第二增长极

#### 3.1、经济和环保优势之下，叉车锂电化趋势明确

- 锂电叉车相对于燃油和铅酸叉车具备优势。相较于燃油叉车，电动叉车更经济环保。经过我们测算，以 3 吨锂电、内燃叉车为例，每年工作 250 天，每日工作 8h，电车每年可节约成本 6.6 万元，1-2 年即可收回多余采购成本。相较于铅酸电池，锂电池拥有 3 倍于铅酸电池的寿命、出色的安全性，以及更少的维护，可以在低温或高温下稳定运行。

图表 36：锂电和内燃叉车成本测算

图表 37：锂电叉车和铅酸叉车对比

	3t内燃叉车	3t锂电叉车
单价(万元/辆)	6	12
油耗/电耗	6升/小时	10度/小时
能源单价	柴油7元/升	1元/度
日使用成本(8小时)	336元	80元
年使用成本(250天)	8.4万元/年	2万元
年维保费(元)	3000-4000	1000-1500
一年总成本	8.7万元	2.1万元

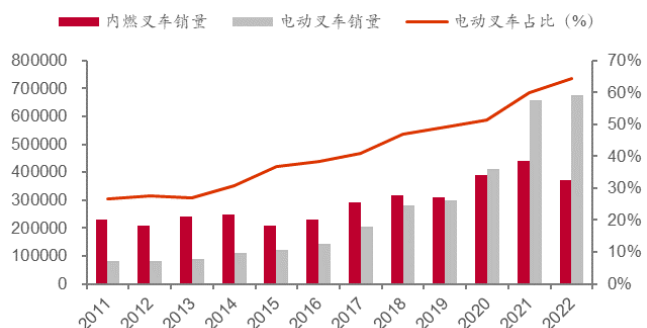
来源：中泰证券研究所测算

	铅酸叉车	锂电叉车
购买价格	2*2组=4万元	8万/组
充电时长	8-10h	1-2h
循环次数	平均1200次(作业时长6000h)	4000+次(作业时长24000h)
工作温度/°C	-5~30	-20~60
充放电效率	80%	>99%
环保性能	存在废旧电池污染问题	安全环保
动力性能	持续稳定输出	低压时动力弱

来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

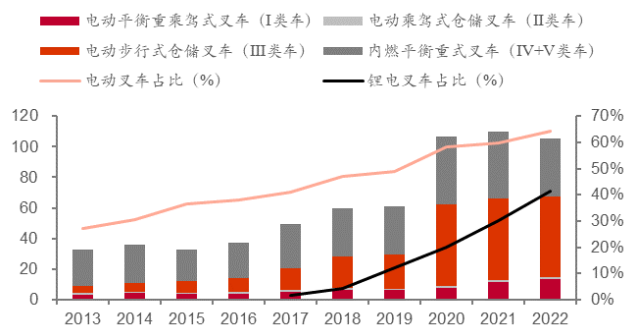
- 国内叉车电动化率逐年提升，电动平衡重叉车（I类车）替代内燃平衡重叉车（IV+V类车）大势所趋。2017-2022年，电动和锂电叉车渗透率分别由41.0%、1.7%提升至64.4%、41.4%，锂电叉车销量由2017年的0.9万辆增长至2022年的43.3万辆，期间五年CAGR为118.6%。分车型来看，之前电动化率提升主要由单价较低的电动步行仓储叉车（III类车）的数量提升拉动，近三年在国内市场环保要求提高、叉车企业锂电车型竞争力提升、电机控制器完成国产替代等多重因素作用下，电动平衡重叉车（I类车）增长提速非常快，2022年占到了叉车销量的26.14%，根据工业车辆分会预测，到2025年底，电动平衡重叉车占比将提高到40%左右甚至更高，未来大车锂电化渗透率将继续提升。

图表 38：我国电动叉车销量占比逐年提升



来源：工业车辆分会，中泰证券研究所

图表 39：各类叉车销量(万台)及锂电化占比



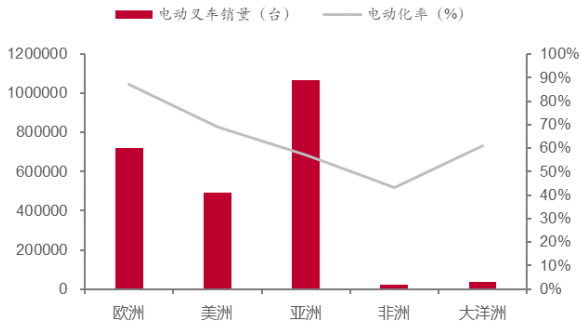
来源：工业车辆分会，中泰证券研究所

### 3.2、国产叉车的海外渗透率仍低，锂电叉车出口走向全球

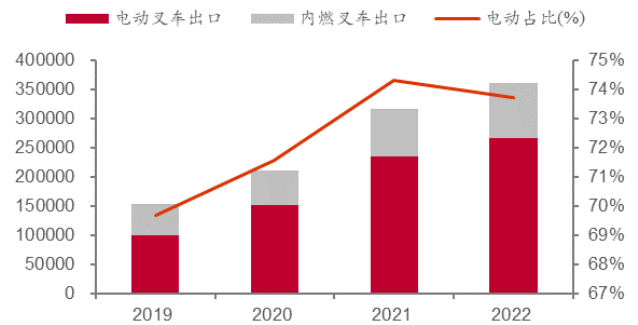
- 国外叉车电动化程度高，我国锂电叉车出口占比提升。国外叉车电动化发展较早，根据世界工业车辆统计协会（WITS）的订单统计，2021年欧洲叉车电动化率为87%，美洲为69%，明显高于亚洲的57%。国外电动叉车主要为铅酸电池叉车，近两年国内锂电叉车新品较国外铅酸叉车有显著的价格和交期优势，因此我国出口叉车中电动叉车比例呈上升趋势，且大车出口高增。2022年全年叉车总销售量104.80万台，同比-4.68%有所下滑，而出口36.15万台，同比+14.50%保持增长，其中I类车出口4.5万台，同比+43.09%，II类车出口6257台，同比+52.8%。

图表 40：2021 年全球各地区叉车销量及电动化率

图表 41：我国叉车出口中，电动叉车占比上升

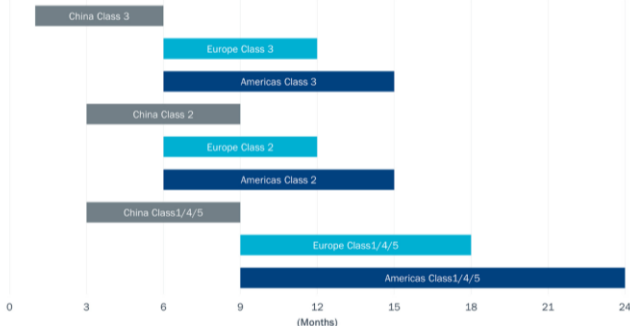


来源: WITS, 中泰证券研究所



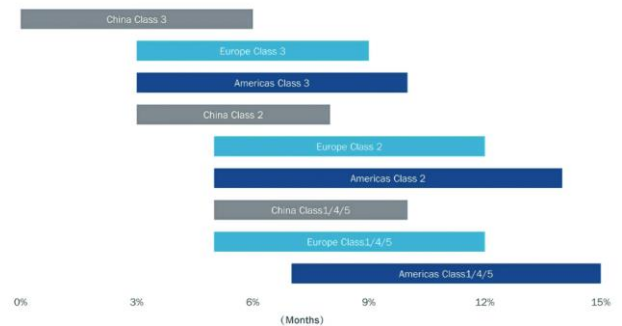
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 42: 2022 年美国 and 欧洲叉车交货周期长于中国



来源: Interact Analysis, 中泰证券研究所

图表 43: 2022 年叉车价格涨幅对比



来源: Interact Analysis, 中泰证券研究所

- 国产电动叉车的全球份额仍低，渗透率提升空间大。凭借锂电产业链优势，国产叉车和全球传统叉车龙头的差距缩小，锂电叉车出口有望复制电动汽车的发展路径，重塑全球格局。根据工业车辆分会统计的我国叉车出口数据，以及 WITS 统计的订单数据估计渗透率，当前我国 I 类车在欧美的渗透率仅为 11-12%，II 类车在欧美渗透率仅约 2%，未来提升空间广阔。

图表 44: 我国叉车 (分类别) 在各地区的渗透率测算

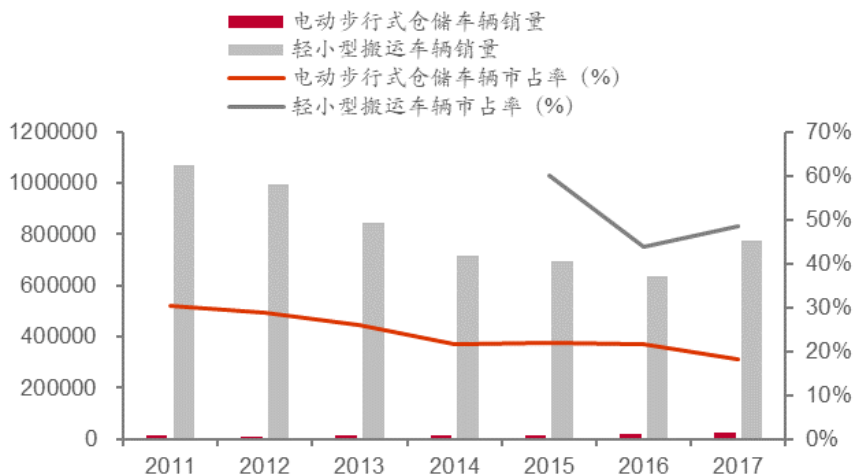
地区	1类车	2类车	3类车	4/5类车
<b>a. 2022年叉车出口销量 (台)</b>				
欧洲	17274	1184	92298	18774
美洲	10348	1482	62071	34073
亚洲	13870	2147	50443	29517
非洲	1412	159	2031	5785
大洋洲	2586	1285	7932	6870
<b>总计</b>	<b>45490</b>	<b>6257</b>	<b>214775</b>	<b>95019</b>
同比	43.09%	52.83%	8.08%	17.07%
<b>b. 各区域叉车订单量 (台)</b>				
欧洲	143671	57157	426333	92311
美洲	90890	67578	181408	151822
亚洲	142530	50489	417157	457036
非洲	3777	1385	4986	13253
大洋洲	5714	4995	12894	15201
<b>a/b 中国出口叉车占国外订单的比例</b>				
欧洲	12.0%	2.1%	21.6%	20.3%
美洲	11.4%	2.2%	34.2%	22.4%
亚洲	9.7%	4.3%	12.1%	6.5%
非洲	37.4%	11.5%	40.7%	43.7%
大洋洲	45.3%	25.7%	61.5%	45.2%

来源: 工业车辆分会, WITS, 中泰证券研究所

### 3.3、公司小车市场地位高，“大车战略”开启第二增长极

- **公司传统产品轻小型叉车市场地位高。**公司 2000 年以生产手动搬运车起家，拥有二十余年的仓储物流搬运车辆研发和生产经验，自 2002 年以来，已连续多年占据全球轻小型工业车辆首位；2003 年公司逐步开始电动步行式仓储车辆（III 类车）的规模化生产，电动工业车辆居于国内同行领先地位，在国内制造商中连续多年排名领先。

**图表 45：公司轻小型搬运车和电动步行仓储车辆的市场地位高**



来源：公司公告，工业车辆分会，中泰证券研究所

注：2017 年前销量按照叉车类型披露，2018 年以后合并披露口径

- **实施大车战略，打造第二增长极。**公司自 2012 年起开发电动平衡重式叉车新建产能、发布新品保障大车战略实施。根据公司公告，公司规划建设年产 5 万台新能源叉车生产能力，其中一期合计 3 万台产能，预计可实现年销售收入 30 亿元，约 2 年后投产。2022 年公司共投产 17 个新产品，开发锂电专业型前移式叉车，完成 Q 系列座驾式牵引车等新产品。

**图表 46：公司签订投资协议暨购买土地使用权的公告**

(一) 项目名称：新能源叉车制造项目

(二) 意向地块：长兴经济技术开发区 G318 国道以北地块，总规划面积约 500 亩，项目分 2 期实施。其中一期用地约 308 亩；二期用地为剩余的 198 亩，诺力股份享有优先选址开发建设二期项目的权利。用地性质为工业，使用年限 50 年。

(三) 项目内容：由诺力股份负责项目投资、建设、运营。项目购置先进生产设备和辅助设备，采用节能、环保生产工艺，规划建设 **年产 5 万台** (其中一期 3 万台) 新能源叉车生产能力。

(四) 总投资及注册资本：一期项目总投资不低于 20 亿元，固定资产投资不低于 15.4 亿元，二期项目固定资产投资不低于 10 亿元。

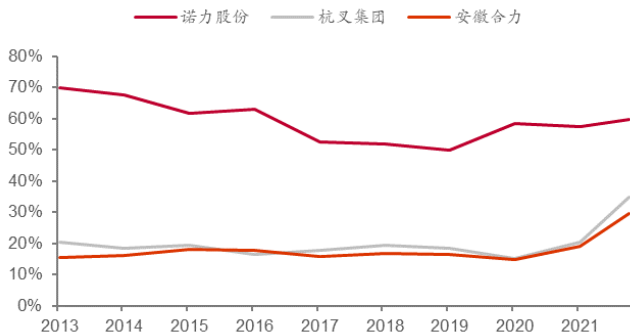
(五) 经济等效益：一期项目按产能设计 **预计年销售收入 30 亿元** 年上缴税收约 1.6 亿元。一期、二期分别达产复核验收时应达到《工业项目“标准地”

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **与杭叉、合力差异化竞争，定位出口市场。**与杭叉和合力相比，公司产品定位以及目标市场不同。杭叉和合力做内燃叉车起家，叉车型谱较

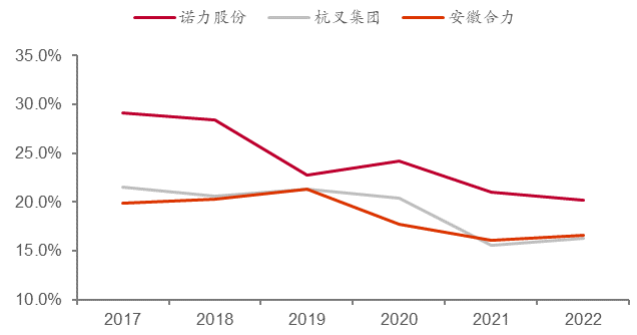
全竞争力强；公司只生产电动叉车产品，做轻小型叉车起家，发力大车。由于产品结构不同且公司出口收入占比较高，而海外市场的盈利能力较好，公司叉车板块的毛利率高于杭叉和合力。

图表 47: 诺力股份的出口收入占比较高



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 48: 诺力股份的毛利率较高



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 借助小车积累的渠道和 ODM/OEM 资源，形成独特的出口竞争力。公司主要以经销商模式销售，产品多以 ODM、OEM 形式出口。公司为德国凯傲、日本丰田、美国纳科等全球工业车辆企业提供 ODM/OEM 服务，且在德国、美国及马来西亚等地设有子公司。2022 年大车销量增长超过 60%，2023 年一季度，公司智能智造装备业务新签订单 8.4 亿，其中大车台量订单增长较快，I 类车新签台量订单同比增长 35%，II 类车新签台量订单同比增长 145%。目前大车市占率尚不足 4%，随着大车产能逐步释放，未来成长空间巨大。

图表 49: 公司 ODM/OEM 的部分知名品牌



来源: 公司公告、中泰证券研究所

#### 4、首次覆盖，给予“买入”评级

- 公司是国内领先的物流综合解决方案提供商，聚焦内部物流行业，从设备制造商不断拓展至物流综合解决方案提供商。受益于国内智慧物流行业千亿市场加速落地，公司来自新能源等下游行业的订单充裕；叉车锂电和出口趋势下，公司增加大车产能，借助于已有渠道和 OEM/ODM 资源，锂电大车市占率有望逐步提升。各项业务关键假设如下：

1) 手动搬运车：手动搬运车下游需求广泛周期性较小，主要用于出口，欧美需求下行，预计未来维持稳定略有下滑；公司拳头产品，采用成本加成定价，毛利率稳定在 25% 左右。

- 2) 电动轻小型叉车：与手动搬运车的下游场景较为重合，未来预计稳定略有下滑；公司王牌产品，毛利率预计保持稳定。
- 3) 锂电大叉车：公司锂电大叉车规划 3 万台产能，预计未来 2 年达产，凭借出口渠道优势和 OEM/ODM 业务发力，预计锂电大叉车业务高增；叉车出口毛利率高于国内，长期随着国产厂商出海，价格预计有所下降，毛利呈回落趋势。
- 4) 智能物流系统集成：物流自动化行业需求旺盛，公司在手订单饱满，假设营收增速 30%；中鼎集成的管理出现边际变化，假设盈利能力逐年修复；法国 Savoye 随着运营项目收入提升，盈利能力有望逐步提升。

- 我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 79 亿元、100 亿元、124 亿元；分别同比+18%、+27%、+24%；归母净利润分别为 5.08 亿元、6.76 亿元、8.86 亿元，分别同比+26%、+33%、+31%。

采用分部估值法对公司进行估值分析，预计 2023-2025 年，公司叉车业务的净利润分别为 3.3、3.9、4.5 亿元，对应 EPS 分别为 1.2、1.5、1.7；智能物流业务净利润分别为 1.8、2.8、4.3，对应 EPS 分别为 0.7、1.1、1.6。

1) 在叉车业务领域，2023 年可比公司 PE 均值在 12.35 倍，考虑到公司在轻小型叉车的龙头地位以及高毛利率，我们认为叉车业务合理 PE 为 12 倍；

2) 在智慧物流领域，2023 年可比公司 PE 均值在 19.44 倍，考虑到公司在物流集成领域的龙头低位和规模优势，我们认为物流业务合理 PE 为 20 倍。

- 综合以上分析，我们得出公司 2023 年合理市值为 75 亿元，2023 年 5 月 13 日股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 10.4、7.8、6.0 倍，公司作为物流综合解决方案提供商龙头，受益于物流自动化需求增长，公司在手订单饱满管理效率提升；受益于叉车锂电+出口趋势，新建大车产能，未来市占率有望持续提升。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 50: 可比公司估值

公司	代码	2023/5/14	EPS(元)				PE(倍)			
		股价(元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
今天国际	300532.SZ	17.7	0.84	1.25	1.81	2.62	21.07	14.11	9.77	6.77
东杰智能	300486.SZ	8.08	0.11	0.31	0.40	0.00	72.24	26.06	20.20	-
兰剑智能	688557.SH	32.9	1.25	1.81	2.33	2.97	26.41	18.14	14.15	11.10
平均值							39.91	19.44	14.71	8.93
杭叉集团	603298.SH	19.37	1.14	1.37	1.65	1.96	18.35	14.18	11.73	9.90
安徽合力	600761.SH	16.55	1.22	1.57	1.91	2.28	13.55	10.52	8.68	7.27
平均值							15.95	12.35	10.21	8.58
诺力股份	603611.SH	19.82	1.51	1.9	2.53	3.31	13.17	10.43	7.83	5.99

来源：wind，中泰证券研究所

注：智慧物流业务选择今天国际、东杰智能作为可比公司；叉车业务选择杭叉集团、安徽合力作为可比公司。诺力股份盈利预测来自中泰证券预测，其他盈利预测来自 wind 一致预期

图表 51: 2023 年分业务盈利预测及分部估值

2023E	叉车业务	物流业务
净利润(亿元)	3.3	1.8
EPS(元)	1.24	0.66
合理 PE	12	20
合理市值(亿元)	39.7	35.3

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 52: 公司业绩拆分**

业务	项目	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
手动搬运车	手动搬运车叉车收入 (百万元)	915.2	948.6	1,429.2	1,400.0	1,400.0	1,330.0	1,263.5
	手动搬运车叉车收入YOY (%)	-1.5%	3.6%	50.7%	-2.0%	0.0%	-5.0%	-5.0%
	手动搬运车叉车收入占比 (%)	29.6%	23.3%	24.3%	20.9%	17.7%	13.3%	10.1%
	手动搬运车叉车毛利率 (%)	23.6%	18.3%	17.1%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%
	手动搬运车叉车毛利润 (百万元)	216.3	173.2	244.3	364.0	350.0	332.5	315.9
	手动搬运车叉车净利率 (%)	8.0%	8.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
电动轻小型叉车	手动搬运车叉车净利润 (百万元)	73.2	75.9	128.6	126.0	126.0	119.7	113.7
	电动轻小型叉车收入 (百万元)	915.2	948.6	1,429.2	1,500.0	1,500.0	1,500.0	1,425.0
	电动轻小型叉车收入YOY (%)	10.3%	3.6%	50.7%	5.0%	0.0%	0.0%	-5.0%
	电动轻小型叉车收入占比 (%)	29.6%	23.3%	24.3%	22.4%	19.0%	15.0%	11.4%
	电动轻小型叉车毛利率 (%)	23.6%	18.3%	17.1%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
	电动轻小型叉车毛利润 (百万元)	216.3	173.2	244.3	330.0	330.0	330.0	313.5
锂电大叉车	电动轻小型叉车净利率 (%)	8.0%	8.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
	电动轻小型叉车净利润 (百万元)	73.21	75.89	128.63	135.00	135.00	135.00	128.25
	锂电大叉车收入 (百万元)				500.0	1,000.0	2,000.0	3,000.0
	锂电大叉车收入YOY (%)					100.0%	100.0%	50.0%
	锂电大叉车收入占比 (%)				7.5%	12.7%	19.9%	24.1%
	锂电大叉车毛利率 (%)				21.0%	22.0%	22.0%	20.0%
智能物流系统集成 (法国Savoye)	锂电大叉车毛利润 (百万元)				105.0	220.0	440.0	600.0
	锂电大叉车净利率 (%)				7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
	锂电大叉车净利润 (百万元)				35.00	70.00	140.00	210.00
	Savoye收入 (百万元)	1,018.5	1,050.0	1,453.0	1,477.0	1,800.0	2,340.0	3,042.0
	Savoye收入YOY (%)		3.1%	38.4%	1.7%	30.0%	30.0%	30.0%
	Savoye收入占比 (%)	33.0%	25.8%	24.7%	22.0%	22.8%	23.3%	24.4%
智能物流系统集成 (中鼎集成)	Savoye毛利率 (%)	20.0%	20.0%	22.0%	21.00%	23.00%	24.00%	25.00%
	Savoye毛利润 (百万元)	203.7	210.0	319.7	310.2	414.0	561.6	760.5
	Savoye净利率 (%)	3.61%	2.74%	3.25%	2.29%	3.70%	4.70%	5.70%
	Savoye净利润 (百万元)	36.8	28.8	47.2	32.8	66.6	110.0	173.4
	中鼎集成系统收入 (百万元)	790.9	1,039.9	1,275.0	1,657.0	2,200.0	2,860.0	3,718.0
	中鼎集成收入YOY (%)	25.6%	25.5%	21.7%	24.7%	27.8%	30.0%	30.0%
其他业务	中鼎集成收入占比 (%)	25.6%	25.5%	21.7%	24.7%	27.8%	28.5%	29.9%
	中鼎集成毛利率 (%)	22.8%	24.2%	21.0%	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%
	中鼎集成毛利润 (百万元)	180.2	251.3	267.2	364.5	506.0	686.4	929.5
	中鼎集成净利率 (%)	8.8%	4.4%	4.4%	4.3%	5.0%	6.0%	7.0%
	中鼎集成净利润 (百万元)	69.4	45.7	55.8	70.6	110.0	171.6	260.3
	其他业务收入 (百万元)	-552.58	90.00	300.57	168.22			
合计	其他业务净利润 (百万元)	63.24	73.69	34.33	2.81			
	营业收入 (百万元)	3,087	4,077	5,887	6,702	7,900	10,030	12,449
	营业收入YOY (%)	20.9%	32.1%	44.4%	13.8%	17.9%	27.0%	24.1%
	销售毛利率 (%)	23.5%	23.1%	19.5%	20.2%	23.0%	23.4%	23.5%
	销售毛利润 (百万元)	724.58	941.39	1,145.02	1,356.53	1,820.00	2,350.50	2,919.38
	销售净利率 (%)	8.0%	5.9%	5.0%	5.7%	6.4%	6.7%	7.1%
	归母净利润 (百万元)	242.28	242.39	300.22	402.19	507.60	676.28	885.62
	归母净利润YOY (%)	28.6%	0.0%	23.9%	34.0%	26.2%	33.2%	31.0%
	非经常性损益 (百万元)	35.43	59.06	34.27	19.69	19.69	19.69	19.69
	扣非归母净利润 (百万元)	206.85	183.33	265.95	382.50	487.91	656.59	865.93
扣非归母净利润YOY (%)	13.7%	-11.4%	45.1%	43.8%	27.6%	34.6%	31.9%	

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 53: 盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,304	1,026	893	1,349	营业收入	6,702	7,900	10,030	12,449
应收票据	0	37	24	29	营业成本	5,346	6,080	7,680	9,529
应收账款	1,247	1,575	2,035	2,447	税金及附加	32	38	48	60
预付账款	184	210	265	329	销售费用	276	379	489	598
存货	3,362	3,188	4,027	4,997	管理费用	323	434	556	690
合同资产	354	417	530	658	研发费用	259	314	411	510
其他流动资产	1,077	1,122	1,373	1,827	财务费用	-32	16	19	19
流动资产合计	7,175	7,158	8,616	10,977	信用减值损失	-24	-31	-35	-30
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-33	-34	-36	-7
长期股权投资	11	11	11	11	公允价值变动收益	7	16	6	5
固定资产	544	482	1,962	1,720	投资收益	-23	-15	0	10
在建工程	26	791	21	521	其他收益	30	23	30	25
无形资产	189	199	205	210	营业利润	457	598	791	1,045
其他非流动资产	1,060	1,065	1,071	1,075	营业外收入	3	1	1	1
非流动资产合计	1,830	2,548	3,270	3,537	营业外支出	9	4	6	9
资产合计	9,004	9,706	11,886	14,514	利润总额	451	595	786	1,037
短期借款	406	0	0	0	所得税	66	80	99	138
应付票据	834	949	1,198	1,487	净利润	385	515	687	899
应付账款	1,701	1,830	2,312	2,869	少数股东损益	-18	8	10	13
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	403	507	677	886
合同负债	2,646	3,119	3,960	4,915	NOPLAT	357	530	704	916
其他应付款	34	34	34	34	EPS (按最新股本摊薄)	1.51	1.90	2.53	3.31
一年内到期的非流动负债	35	35	35	35					
其他流动负债	342	367	436	512	主要财务比率				
流动负债合计	5,999	6,335	7,975	9,852	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	399	399	399	399	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	13.8%	17.9%	27.0%	24.1%
其他非流动负债	237	237	237	237	EBIT增长率	13.0%	45.8%	31.9%	31.1%
非流动负债合计	637	637	637	637	归母公司净利润增长率	34.0%	26.2%	33.2%	31.0%
负债合计	6,635	6,971	8,612	10,488	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,348	2,705	3,235	3,973	毛利率	20.2%	23.0%	23.4%	23.5%
少数股东权益	21	29	39	53	净利率	5.7%	6.5%	6.8%	7.2%
所有者权益合计	2,369	2,734	3,274	4,026	ROE	17.0%	18.6%	20.7%	22.0%
负债和股东权益	9,004	9,706	11,886	14,514	ROIC	18.1%	26.6%	28.4%	29.5%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	73.7%	71.8%	72.5%	72.3%
					债务权益比	45.5%	24.5%	20.5%	16.7%
					流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1
					速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
					应收账款周转天数	65	64	65	65
					应付账款周转天数	105	105	97	98
					存货周转天数	191	194	169	170
					每股指标(元)				
					每股收益	1.51	1.90	2.53	3.31
					每股经营现金流	1.95	4.11	3.11	4.27
					每股净资产	8.79	10.13	12.11	14.87
					估值比率				
					P/E	13	10	8	6
					P/B	2	2	2	1
					EV/EBITDA	143	106	84	56

来源: wind, 中泰证券研究所

## 5、风险提示

- 海外经济下行而导致需求减少的风险。欧美等海外市场一直是公司的主要市场。2022 年公司在海外市场的销售收入约占营业收入的 59.78%。由于公司的主要出口市场属于政治因素影响比较严重的地区,因此可能对海外市场需求和供应链产生负面影响,进而导致公司海外主



要出口地区市场销售存在下滑的风险。

- **汇率波动的风险。**公司出口占比较大，出口结算以美元等外币为主，如果相关币种汇率波动，将对公司财务状况产生较大影响。
- **公司资源整合及规模扩张后带来的管理风险。**随着公司资源整合和全球市场战略布局的实施，公司产业链不断延伸拓展，公司控制的公司快速增多，业务收入规模和业务覆盖区域的不断扩大，各类订单项目在全球各地的不断增多，覆盖区域更广，使公司的管理范围扩大，管理人数增加、管理难度提升；同时，公司控制的公司差异较大，各公司有不同的产品技术、不同商业模式，不同的文化背景等差异，需要因地制宜，采用不同的管理手段和方式，需要高度的灵活性和原则性的统一；公司的并购及转型升级的进展还会受到受产业人才资源、业务整合协同以及文化融合进度的影响，如果公司对各业务板块整合管理进展不及预期，可能对公司业务和业绩造成一定影响。
- **原材料价格波动导致的成本上升风险。**2022年，公司智能制造装备业务的直接材料占总成本的约 90.25%；智慧物流系统集成业务的直接材料占总成本的约 74.78%。公司生产所需的原材料主要包括钢材和外购件，其中外购件主要为各类电池、货架、轴承、电气元件、五金件等。公司生产所需的钢材、以及以钢材为基础的外购件价格，随钢材市场价格的波动而波动。如果钢材等原材料价格发生大幅波动，将对公司的业务开拓和经营业绩带来不确定性的影响。
- **核心技术和管理人员流失风险。**技术人员是公司的核心所在，未来人才竞争将不断加剧，若公司出现关键技术人员和管理人员的流失，将对公司的技术产品研发和公司的经营管理产生不利影响。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**文中使用的关于公司、行业等公开资料和数据可能存在信息滞后或更新不及时的风险。
- **行业市场规模测算偏差风险。**行业市场规模测算根据历史数据假设推演测算，存在跟实际数据有一定偏差的风险。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。