

诺力股份 (603611.SH)

买入 (首次评级)

内部管理改善, “叉车+智能物流” 双轮驱动

投资逻辑

全球叉车市场空间超千亿, 电动化+国际化趋势助力公司高速增长。近年来叉车电动化趋势明显, 电动叉车销量从 2010 年的 5.2 万台增长至 2022 年的 67.5 万台, 销量占比从 22.7% 提升至 64.4%。同时国内叉车出口维持较快增长, 2022 年我国叉车出口 36.2 万台, 同比增长 14.5%, 出口占比达 34.5%。公司为全球轻小型手动搬运车龙头, 积极拥抱叉车国际化、电动化, 借助渠道和 ODM/OEM 资源加强海外布局, 2022 年公司海外收入占比达 57.9%。电动化方面, 公司多年位列国内电动仓储叉车销量前三, 2020 年公司电动叉车销量市场份额占比达 18.3%, 2022 年电动步行式仓储叉车销量增长超过 30%。同时公司积极落实大车战略, 目前公司大车市占率不足 4%, 随着大车产能逐步释放, 未来成长空间广阔。2022 年公司大车销量保持 60% 以上增幅, 有望打造新增长点。

智能仓储市场需求广阔, 公司在手订单充足。伴随人口结构变化和劳动力成本上升, 智能物流仓储市场空间广阔。根据公司公告表示, 2025 年我国智能仓储市场规模预计有望超过 2200 亿元, 2022-2025 年年复合增长率为 15.8%。2022 年公司智慧物流业务实现营收 33.0 亿元, 同比增长 10.0%。公司在手订单充足, 截至 22 年底, 公司智慧物流系统业务在手订单 64.55 亿元, 同时 2022 年公司新签订单 45 亿元, 有望持续推动未来业绩向上。预计公司 2023-2025 年智慧物流系统业务有望实现营收 41.3/52.7/69.8 亿元。

公司内部管理迎边际变化, 利润率有望持续改善。公司旗下中鼎集成和法国 SAVOYE 均为国内外智能物流领军企业。2023 年中鼎集成加强管理水平, 优化激励制度, 有望持续提高公司净利率水平。根据公司公告, 2022 年中鼎集成的净利率为 4.6%, 2023Q1 中鼎集成净利率 6.4%, 净利润同比增长 136.76%, 呈现显著提升。同时法国 SAYOYE 2021 年底公司对管理层及核心骨干实施股权激励, 有望带动公司毛利率和净利率持续改善。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.1/6.4/8.3 亿元, 对应 PE 分别为 11/9/7 倍。公司智能智造装备业务保持稳定增长, 智慧物流系统盈利能力改善, 给予公司 2023 年 15 倍 PE, 对应目标价 28.61 元, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

制造业投资不及预期风险、海外出口贸易恶化风险、汇率波动风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、高管减持风险。

机械组

分析师: 满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 21.78 元

目标价 (人民币): 28.61 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,887	6,702	7,946	9,527	11,733
营业收入增长率	44.39%	13.85%	18.56%	19.90%	23.15%
归母净利润(百万元)	300	402	510	637	826
归母净利润增长率	23.85%	33.97%	26.71%	25.09%	29.49%
摊薄每股收益(元)	1.124	1.505	1.907	2.386	3.090
每股经营性现金流净额	0.87	1.95	1.64	2.55	3.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.55%	17.13%	19.08%	20.57%	22.34%
P/E	17.27	10.76	11.42	9.13	7.05
P/B	2.51	1.84	2.18	1.88	1.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

内容目录

1. 智能仓储物流行业龙头，未来业绩有望持续高增	4
1.1. 公司主营智慧物流系统和智能智造装备两大业务板块	4
1.2. 盈利拐点已现，公司业绩有望持续高增	5
1.3. 收购智慧物流优质资产，股权激励提高人才核心竞争力	5
2. 叉车电动化趋势明显，大型锂电叉车助力公司成长	7
2.1. 叉车市场需求持续增长，中国市场举足轻重	7
2.2. 叉车电动化、智能化大势所趋，海外出口持续高增	9
2.3. 公司为老牌叉车企业，多点布局助力成长	10
3. 智能仓储行业势头强劲，将显著受益传统物流数字化改造升级	12
3.1. 智能仓储应用领域广泛，市场规模有望超 2000 亿	12
3.2. 公司为智慧物流仓储龙头，客户资源优质	16
4. 盈利预测与投资建议	19
4.1. 盈利预测	19
4.2. 投资建议及估值	19
风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司主营业务包括智慧物流系统和智能智造装备两大板块	4
图表 2: 2018-2022 公司主营业务结构占比情况	4
图表 3: 2018-2022 公司主营业务毛利率情况	4
图表 4: 公司历年营收及同比增速情况	5
图表 5: 公司历年归母净利润及同比增速情况	5
图表 6: 2018-2022 公司毛利率、净利率情况	5
图表 7: 2018-2022 公司期间费用率情况	5
图表 8: 公司发展历程	6
图表 9: 2018-2022 中鼎集成营业收入及增速情况	6
图表 10: 2018-2022 中鼎集成净利润情况	6
图表 11: 中鼎集成内部管理优化措施	6
图表 12: 2019-2022 法国 SAVOYE 营业收入及增速情况	7
图表 13: 2019-2022 法国 SAVOYE 净利润情况	7
图表 14: 法国 SAVOYE 股权激励框架方案	7
图表 15: 叉车主要分类标准	8
图表 16: 叉车分类主要结构 (2022 年)	8
图表 17: 叉车主要应用领域	8
图表 18: 叉车应用领域中仓储物流占比较大 (2020 年)	8
图表 19: 全球叉车市场历年销量情况 (单位: 万辆)	9
图表 20: 国内叉车销量呈现一定周期性	9
图表 21: 叉车需求与下游制造业复苏具有相关性	9

图表 22: 我国电动叉车占比持续提升	10
图表 23: 全球各地电动叉车渗透率	10
图表 24: 2022 年叉车出口占比已升至 35%	10
图表 25: 我国锂电叉车出口数量比例快速提升	10
图表 26: 全球叉车市场竞争格局较为分散	10
图表 27: 2021 年国内叉车行业竞争格局情况	11
图表 28: 公司在海外布局多家子公司	11
图表 29: 2020 年公司电动叉车市占率达 18.30%	12
图表 30: 公司海外营收占比持续提升	12
图表 31: 智能仓储下游及需求情况	13
图表 32: 智能仓储与传统仓储的区别	13
图表 33: 2022 年影响中国物流行业的关键系列政策文件概览	14
图表 34: 2025 年中国智能仓储市场规模有望超过 2200 亿元	14
图表 35: 2021 年国际物流仓储自动化供应商营收排名 TOP20	14
图表 36: 我国智能仓储市场集中度较低	15
图表 37: 同行业竞争公司营收增速情况 (单位: %)	16
图表 38: 同行业竞争公司毛利率情况 (单位: %)	16
图表 39: 2021 年中国物流仓储系统集成商竞争力排名 TOP10	16
图表 40: 中鼎集成、法国 SAVOYE 及上海诺力的主要客户	16
图表 41: 智慧物流系统业务新增订单和在手订单情况 (单位: 亿元)	17
图表 42: 2019-2022 年中鼎集成订单情况	18
图表 43: 2019-2022 年法国 SAVOYE 订单情况	18
图表 44: 中鼎集成在手订单行业分布 (2022 年)	18
图表 45: 法国 SAVOYE 在手订单行业分布 (2022 年)	18
图表 46: 公司高度重视“数字诺力”建设	18
图表 47: 公司各业务拆分及盈利预测	19
图表 48: 可比公司估值比较 (市盈率法)	19

1. 智能仓储物流行业龙头，未来业绩有望持续高增

1.1. 公司主营智慧物流系统和智能智造装备两大业务板块

公司为全领域智能内部物流系统中和解决方案提供商和服务商，主要业务由智慧物流系统业务和智能智造装备业务两大板块构成。智慧物流业务方面，公司为制造型企业、流通型企业以及物流配送中心提供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的方案设计、数据仿真、设备制造、安装调试、售后服务于一体的解决方案；智能制造装备业务方面，公司主要从事各类物流装备的研发、制造、销售及其相关服务，主要产品包括轻小型搬运车辆、机动工业车辆、AGV 叉车等工业车辆，主要涵盖电动平衡重叉车、电动乘驾式仓储叉车、电动步行式仓储叉车、电动牵引车、AGV 叉车以及各类轻小型搬运车辆。

图1：公司主营业务包括智慧物流系统和智能智造装备两大板块

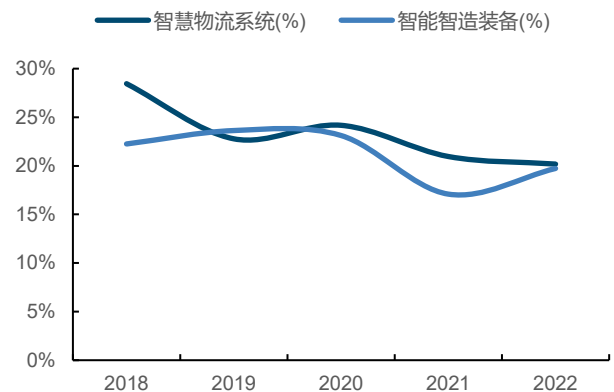
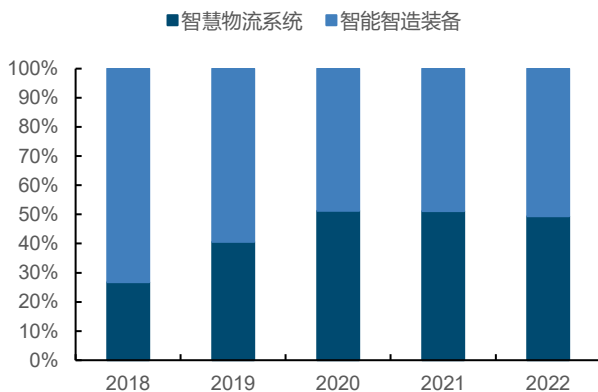


来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

公司智慧物流系统业务比重持续上升，两大主营业务双轮驱动公司业绩增长。根据公司公告，2018-2022年公司智慧物流系统业务营收由6.80亿元增长到32.99亿元，CAGR达48.41%，占主营业务结构占比由2018年的26.79%增长到2022年的49.42%；2022年公司智能制造装备业务营收33.76亿元，同比增长18.12%。根据公司公告，2022年公司智慧物流系统业务毛利率为20.18%，同比下降0.78pct；公司智能制造装备业务毛利率为19.73%，同比上升2.64pct，该业务营收规模进一步提升，边际效应体现明显。

图2：2018-2022 公司主营业务结构占比情况

图3：2018-2022 公司主营业务毛利率情况



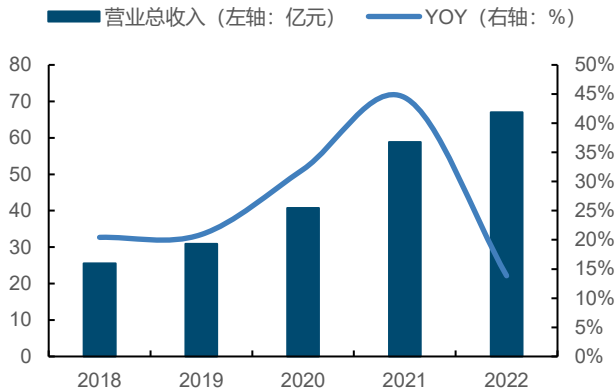
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

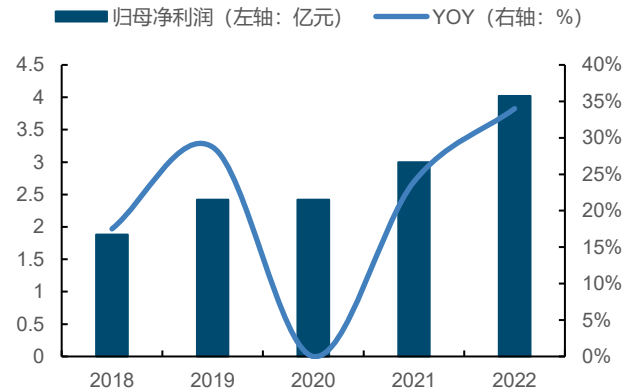
1.2. 盈利拐点已现，公司业绩有望持续高增

公司营收持续高增，归母净利润稳步提升。受益于物料搬运装备及智慧物流系统双轮驱动，客户需求增加，公司产品竞争力显著提升。根据公司公告，2022年公司实现营收67.02亿元，同比增长13.85%，2018-2022年CAGR达27.29%；2022年公司实现归母净利润4.02亿元，同比增长33.97%，2018-2022年CAGR达20.93%。

图表4：公司历年营收及同比增速情况



图表5：公司历年归母净利润及同比增速情况



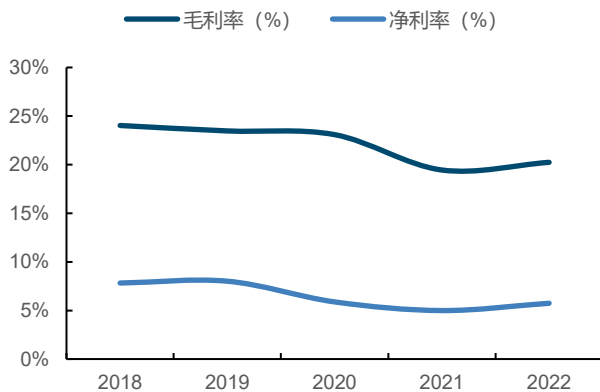
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

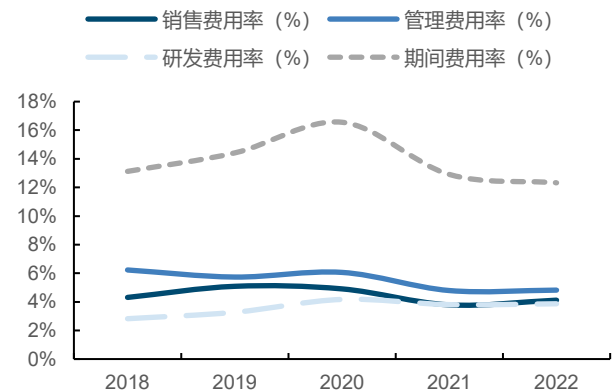
22年公司盈利水平已开始回升。2020-2021年公司毛利率下降明显，主要系受大宗商品涨价、美元汇率波动和智慧物流行业竞争激烈影响所致。受益规模效应和管理能力提升，22年公司盈利水平开始回升。根据公司公告，2022年公司毛利率为20.24%，同比上升0.79pct；净利率为5.74%，同比上升0.75pct；未来随着原材料价格回落，市场竞争环境改善，公司降本增效目标实现，公司盈利能力有望进一步提升。

公司费用管控能力较好，期间费用率整体呈现下降趋势。2019-2020年公司期间费用率大幅上升主要系法国SAVOYE并表及公司加大研发力度，研发投入所致，同期公司净利率也略有下降。根据公司公告，公司注重研发投入以提升核心竞争力，研发费用率由2018年的2.82%上升至2022年的3.86%，2022年公司期间费用率为12.32%，同比下降0.59pct。

图表6：2018-2022公司毛利率、净利率情况



图表7：2018-2022公司期间费用率情况



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

1.3. 收购智慧物流优质资产，股权激励提高人才核心竞争力

公司收购智慧物流优质资产，有望不断贡献业绩利润。2016年12月，公司通过发行股份及支付现金购买的方式收购无锡中鼎90%股权，2019年5月收购剩余10%股权，收购完成后，公司合计持有中鼎集成100%股权，中鼎集成成为公司全资子公司。2019年6月，公司通过收购长兴麟诚100%股权间接拥有法国SAVOYE100%股权，交易完成后，法国SAVOYE成为公司全资孙公司。中鼎集成和法国SAVOYE是公司智慧物流系统业务板块重要标的，也是公司业绩增长的核心环节。

图表8：公司发展历程

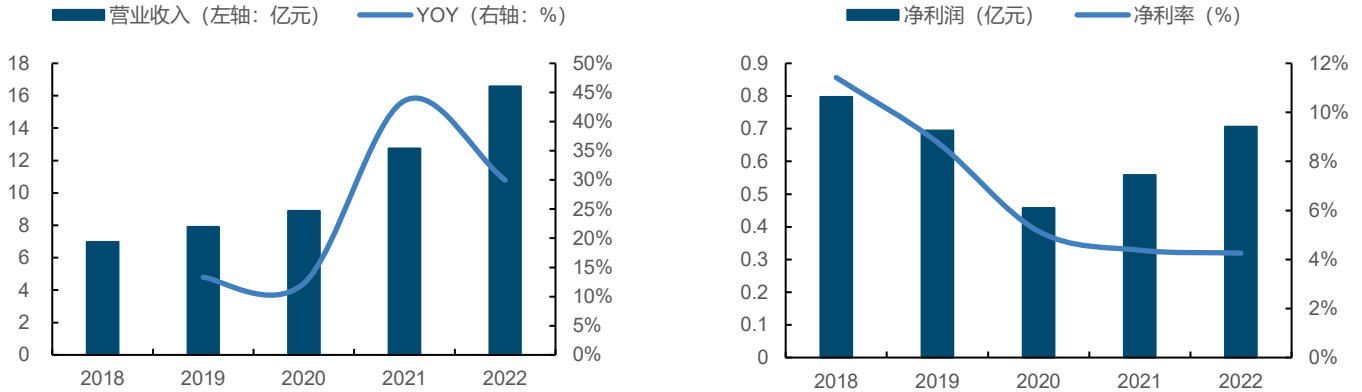


来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

中鼎集成前身无锡中鼎成立于1985年，是国内领先的物流系统集成商和设备制造商，在新能源动力锂电、冷链物流方面，凭借研发实力、制造实力以及售后服务的优势，成为国内动力电池智能仓储物流行业的领军企业。根据公司公告，2022年公司实现营收16.57亿元，同比增长29.96%；实现净利润0.71亿元，同比增长26.43%。

图表9：2018-2022 中鼎集成营业收入及增速情况

图表10：2018-2022 中鼎集成净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

中鼎集成优化内部管理整合新发展。公司通过激励政策，团队优化，人才引进，产能扩张、优化及协同，实现对海内外子公司有效控制和提升。全资子公司中鼎集成积极优化管理团队、调整业务结构，加强统筹管理，提升工程实施能力，扩大核心技术软硬件优势，通过优化薪酬体系进一步加强人才核心竞争力的把控。2022年2月原总经理张科辞职，公司高管李小兵担任常务副总，2023年重磅聘任全球第二大智能物流系统集成商德马泰克中国方案管理部高级总监杨天彪担任总经理。2022年中鼎集成中鼎集成净利率为4.3%，随着内部管理逐步改善，预计将有效提高净利率水平，2023年有望进入利润释放期。

图表11：中鼎集成内部管理优化措施

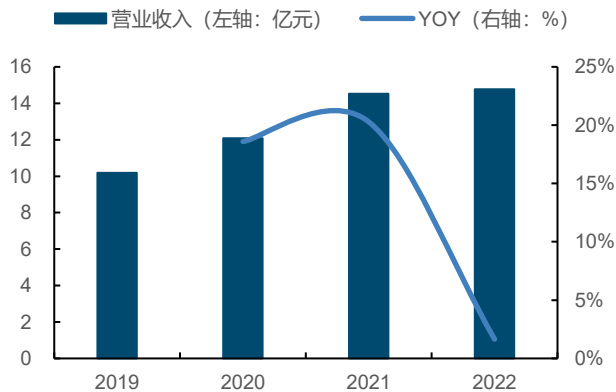
目标	措施
管理层优化梳理	1、公司原总经理张科2022年2月至2023年3月担任诺力股份副董事长、副总经理 2、诺力股份高管李小兵担任中鼎集成常务副总，主导公司日常运营 3、2023年，公司聘任全球第二大智能物流系统集成商德马泰克中国方案管理部高级总监杨天彪担任中鼎集成总经理
优化薪酬政策	公司建立公平合理的薪酬体系，针对不同人群制定不同的薪酬体系，并积极探索新的薪酬激励措施，尤其对研发技术等核心人群，建立了全方位的人才激励机制
扩大核心技术优势	公司具备成熟的工业物流系统中的核心设备制造能力，通过不断扩大公司核心设备自产优势，有效缩短设计、施工和调试周期，提高公司的售后服务和维护能力

来源：公司公告，国金证券研究所

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、软件服务商和系统集成商，拥有8家子公司和INTELIS、A-SIS、PRODEX三大品牌，主要产品为多层穿梭车、INTELIS CONVEY输送系统、物流软件系统以及自动包装系统，收购SAVOYE有利于诺力股份全球化布局，提升公司技术实力。根据公司公告，2022年法国SAVOYE公司实现营收14.77亿，同比增长1.65%；22年受俄乌战争影响，供应链和原材料成本高企，

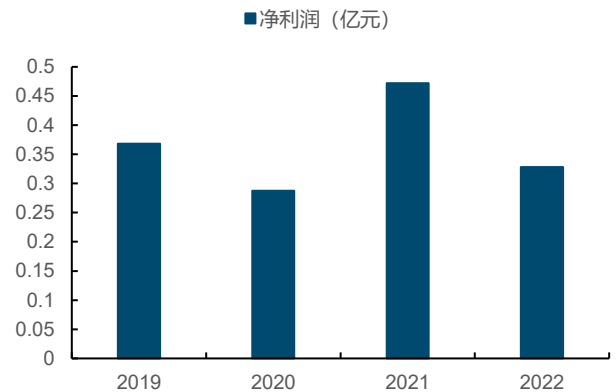
实现净利润 0.33 亿元，同比下降 30.49%。预计未来随着管理的改善和提升，人员的持续增加，系统集成的产能未来将会持续较大的提升。

图表12：2019-2022 法国 SAVOYE 营业收入及增速情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表13：2019-2022 法国 SAVOYE 净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

法国 SAVOYE 公司业务布局稳步扩张，市场范围不断拓展，订单充分，营收、利润、运营效率等财务指标在经历俄乌战争后会恢复正常发展态势，各项指标预计逐年稳步提升。2022 年 SAVOYE 新签订单高达 17.49 亿元。公司通过激励政策，团队优化，人才引进，产能扩张、优化及协同，实现了对海内外子公司的有效控制和提升。2021 年法国 SAVOYE 公司实施股权激励，积极拓展新的市场，建设新厂区扩大产能。

图表14：法国 SAVOYE 股权激励框架方案

具体事项	方案
激励对象	SAVOYE 及其下属控股公司在职的高级管理人员及其他核心人员
激励方式	免费股份和股份期权相结合的方式
激励数量	免费股份和股份期权总量不超过本股权激励计划实施完毕后公司总股份数的 10%，其中免费股份部分不超过 2%，期权部分不超过 8%
激励价格	授予日 SAVOYE 的公允价值
股份来源	SAVOYE 新发股份
资金来源	除免费授予的股份外，各激励对象实际出资的资金均由员工自筹

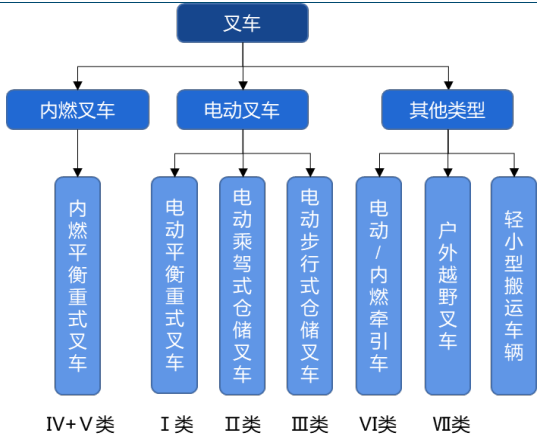
来源：公司公告，国金证券研究所

2. 叉车电动化趋势明显，大型锂电叉车助力公司成长

2.1. 叉车市场需求持续增长，中国市场举足轻重

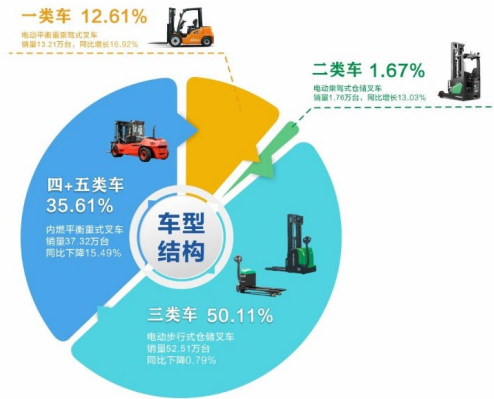
叉车是工业搬运车辆，隶属工程机械行业范畴。叉车通常由动力系统、传动系统、转向系统、液压系统、车身系统、操纵系统、电气系统、制动系统和起升组件构成。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会的分类标准，机动工业车辆又分为内燃叉车（以发动机为动力源）和电动叉车（以蓄电池为动力源），内燃叉车及内燃平衡重式叉车（Class IV+V），电动叉车包括电动平衡重式叉车（Class I）、电动乘驾式仓储叉车（Class II）和电动步行式仓储叉车（Class III）。

图表15: 叉车主要分类标准



来源: 中国工程机械行业工业车辆协会, 国金证券研究所

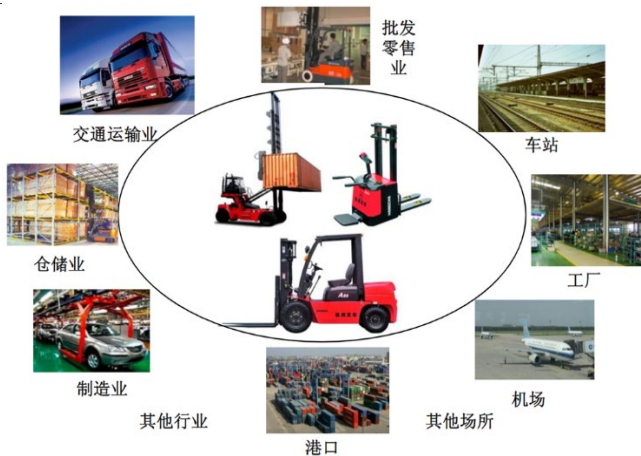
图表16: 叉车分类主要结构 (2022年)



来源: 杭叉集团年报, 国金证券研究所

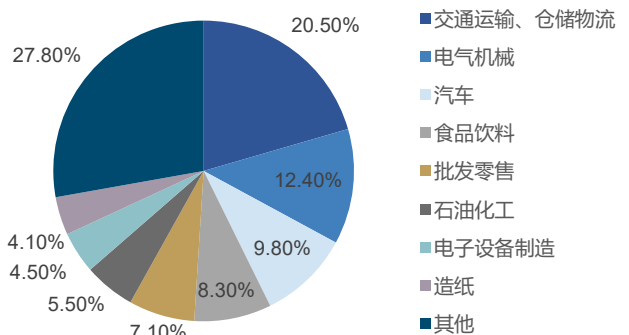
叉车可适用各类搬运场景, 下游应用行业众多。从需求分布情况看, 交通运输仓储、物流运输及邮政业占比 21.2%, 电器机械和汽车行业等制造业需求合计占比约 51%。与其他工程机械如挖掘机等不同的是, 叉车使用范围相对分散, 需求弹性较小, 因此不易受下游行业波动影响。随着先进制造的不断深化, 以 I 类车为代表的新能源先进仓储设备也有望成为各个工业门类落实相关政策的重要方向。

图表17: 叉车主要应用领域



来源: 杭叉集团招股说明书, 国金证券研究所

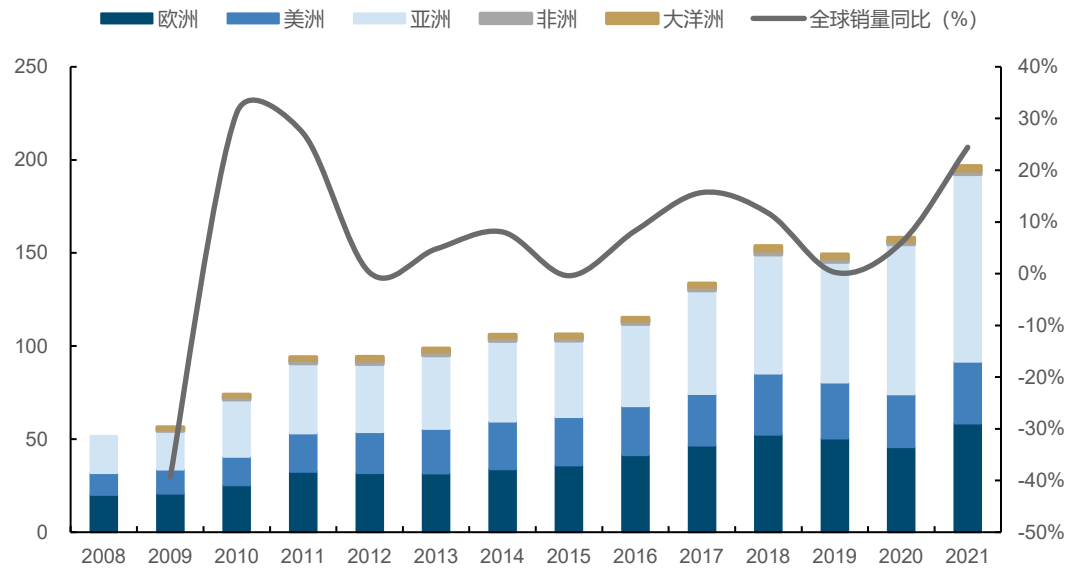
图表18: 叉车应用领域中仓储物流占比较大 (2020年)



来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

全球市场总体稳步增长, 亚洲市场领衔世界。金融危机后, 全球叉车市场恢复增长, 在 2008-2017 年间实现 4.08% 的年复合增速。2018 年后, 叉车市场销量增速有所放缓。2020 年后, 后疫情时代销量增速开始回升。从区域销售看, 绝大多数需求集中在亚洲、欧洲和美洲。2021 年销量合计占比超过全球的 98%。其中, 亚洲市场率先实现需求正增长, 实现叉车销量 100.55 万辆, 占全球的 51.16%。

图表19：全球叉车市场历年销量情况（单位：万辆）

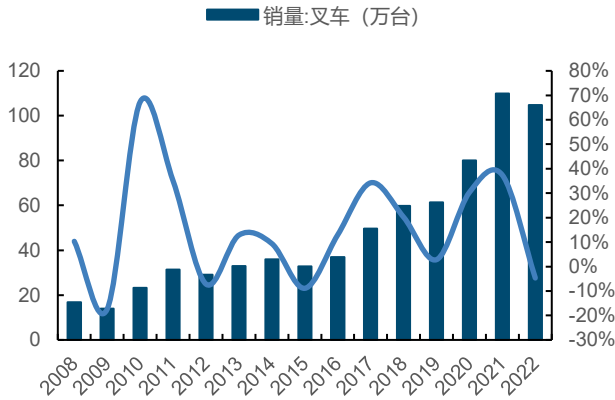


来源：世界工业车辆统计协会，国金证券研究所

中国叉车需求韧性较强，整体与下游制造业呈周期相关性。叉车技术难度相对较低，中国市场具备劳动力、供应链等成本优势，我国叉车销量占据全球叉车市场主导地位。从供给端来看，根据中国工程机械工业协会工业车辆分会数据，近年来中国叉车销量稳步提升，2022年我国叉车销量有所下滑，我国叉车制造企业销售各类叉车1047967台，同比下降4.68%。根据周期运行规律，从月度数据看，叉车行业需求已进入底部区域。由于叉车订单周转速度只有1-2周，其成为反映通用制造业景气度较为灵敏的指标。

当前时点国内制造业周期复苏有望带动叉车行业回暖。1月PMI为50.1%，重回荣枯线以上，2月PMI为52.6%，环比提升2.5pct，2023年以来制造业恢复扩张。同时企业中长期贷款是制造业资本开支的前瞻指标，全年看制造业持续回升，叉车内销有望回暖。

图表20：国内叉车销量呈现一定周期性



来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，国金证券研究所

图表21：叉车需求与下游制造业复苏具有相关性

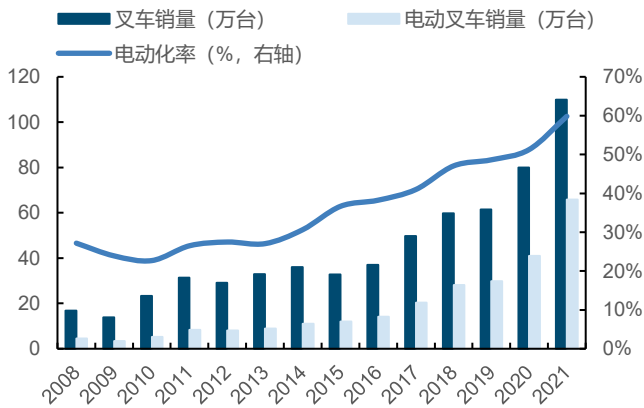


来源：Wind，国金证券研究所

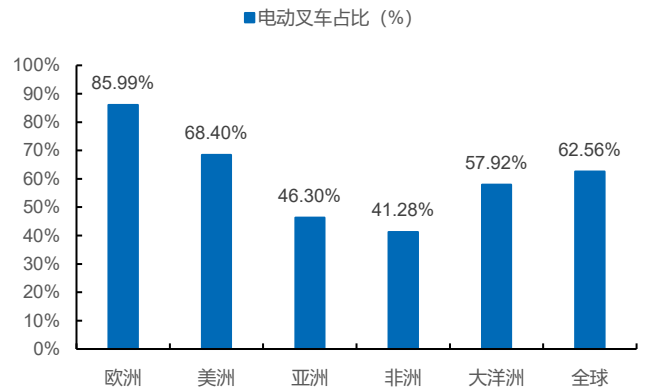
2.2. 叉车电动化、智能化大势所趋，海外出口持续高增

电动化叉车占比提升，电动化率持续走高。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会统计，21年电动叉车销量为65.78万辆，占总销量比例的59.83%，近年来电动叉车占比逐年提升。从价格来看，I类车均价为12万元/台，II类车均价25万/台，III类车均价0.9万元/台，四五类车均价为5.5-6万元/台。电动叉车渗透率不断提高，中国电动叉车发展空间大。从行业销售车型结构来看，2022年电动叉车占比已经达到64.39%；其中，锂电池叉车总销量为43.34万台，与2021年的33.26万台相比增长了30.29%，锂电池叉车销量占电动叉车比例达64.23%，同比增长13.66pct。

图表22: 我国电动叉车占比持续提升



图表23: 全球各地电动叉车渗透率

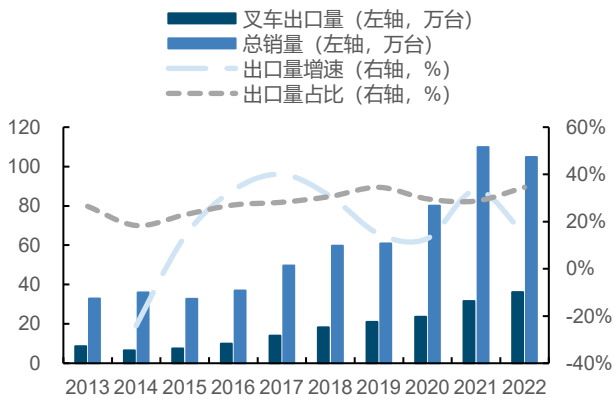


来源: 中国工程机械工业协会车辆分会, 国金证券研究所

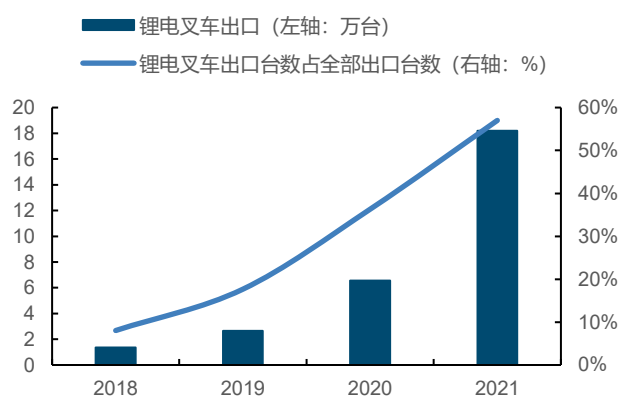
来源: Wind, 国金证券研究所

近年来国内叉车出口高增, 锂电叉车外销有望打开叉车市场空间。从出口数据来看, 近年来国内叉车出口维持较快增长, 22 年叉车出口占比提升至 34.5%。同时欧美叉车市场以电动化产品为主, 而国内叉车电动产品性价比持续提升, 在海外出口占比持续提升。2021 年我国出口叉车 31.58 万台, 其中锂电叉车 18.15 万台, 占比 57.5%。随着中国叉车行业出口增长叠加全球叉车行业锂电化程度加深, 我国叉车龙头企业有望持续扩大锂电叉车出口, 进一步提升市场地位。

图表24: 2022 年叉车出口占比已升至 35%



图表25: 我国锂电叉车出口数量比例快速提升



来源: CGMA, Wind, 国金证券研究所

来源: 《物流技术与应用》, Wind, 国金证券研究所

2.3. 公司为老牌叉车企业, 多点布局助力成长

全球叉车竞争格局相对分散, 海外品牌优势明显, 国产品牌成长迅速。从全球市场来看, 叉车作为传统成熟行业, 海外发展时间更久, 日本丰田、德国凯傲集团和德国永恒力为全球叉车龙头。中国叉车企业经过多年技术积累和持续性研发投入, 正逐步像国际龙头企业看齐。

图表26: 全球叉车市场竞争格局较为分散

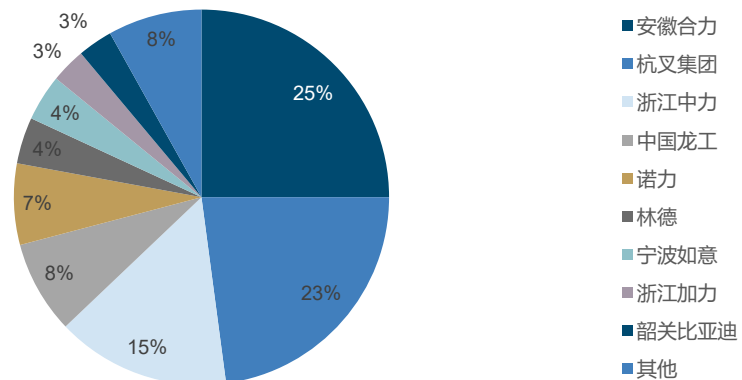
2021 年排名	公司名称	2020 年排名	2021 年营收 (百万美元)	2020 年营收 (百万美元)	同比	公司总部
1	丰田工业株式会社	1	15923	12671	25.70%	Aichi, Japan
2	凯傲集团	2	7376	6924	6.50%	Frankfurt, Germany
3	永恒力股份公司	3	5513	4550	21.20%	Hamburg, Germany
4	三菱物捷仕株式会社	4	4044	3786	6.80%	Kyoto, Japan
5	科朗设备	5	4010	3620	10.80%	New Bremen, Ohio
6	海斯特-耶鲁物料搬运设备公司	6	3075	2812	9.40%	Cleveland, Ohio
7	安徽合力	7	2409	1930	24.80%	Hefei, Anhui, China
8	杭叉集团	8	2273	1268	79.30%	Hangzhou, China
9	斗山工业车辆公司	10	1351	904	49.40%	Seoul, South

2021年排名	公司名称	2020年排名	2021年营收(百万美元)	2020年营收(百万美元)	同比	公司总部
10	法国曼尼通	9	1252	1252	0%	Korea Ancenis Cedex, France

来源：美国 MMH 杂志，国金证券研究所

国内叉车行业集中度较高。叉车行业已进入成熟阶段，同时，产品技术变革较小且壁垒相对不高，在产品质量和技术的基础上，行业竞争更多体现在规模优势、成本控制、销售渠道和售后服务等方面的综合。目前，国内叉车行业集中度较高，安徽合力和杭叉集团市占率合计达 50% 以上，形成双寡头垄断局面。

图表27：2021年国内叉车行业竞争格局情况



来源：各公司公告，Wind，国金证券研究所

公司为国内排名前五的老牌叉车企业，销售网络遍布全球。公司通过直销及经销模式的销售网络全面覆盖中国市场，同时公司设立欧洲、北美、俄罗斯、马来西亚等销售子公司，法国设立研发中心，涉及仓储设备智能化到软件开发。

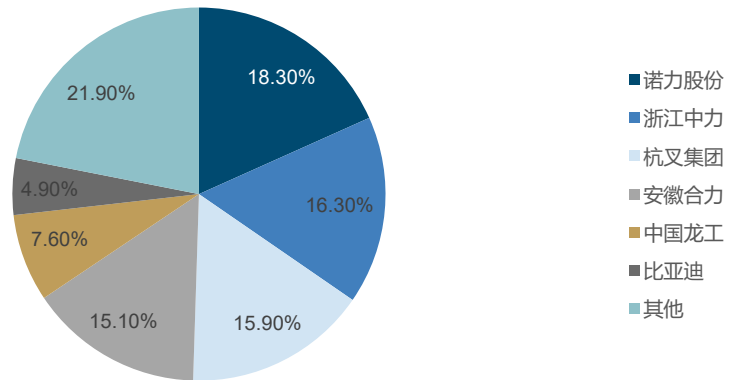
图表28：公司在海外布局多家子公司

海外子公司	简介
诺力欧洲	诺力欧洲公司成立于 2006 年，地处德国慕尼黑近郊，主要负责诺力欧洲市场的客户支持和市场信息收集。公司拥有齐全的配件库存，为欧洲市场经销商提供了及时的全产品线配件支持。
诺力俄罗斯	诺力俄罗斯公司成立于 2016 年，位于圣彼得堡工业区，交通便利，通过海运、陆路卡车和铁路等多种运输方式发货。公司设有仓库，产品、配件库存充足，及时供应着俄罗斯市场经销商的产品和配件需求。
诺力北美	诺力北美公司于 2016 年在美国芝加哥成立，取代原在加州的诺力美国公司，致力于诺力在北美市场的渠道开发和销售。公司设有仓库和充足的产品和配件库存，确保了北美经销商的产品和配件需求。
诺力马来西亚	诺力马来西亚公司成立于 2013 年 5 月，2013 年 11 月正式投产，实现了完全自主生产，为欧洲市场提供高质量并且价格合理的手动搬运车。公司集合了诺力在手动搬运车上超 25 年的经验和智慧，并大量采用自动化生产，如 ABB 的机械手完整焊接线，是一间现代化、国际化的生产工厂。
诺力新加坡	诺力新加坡成立于 2017 年，诺力股份将充分发挥诺力新加坡及所处的亚太地区在人才集聚、技术研发、政策支持等方面的优势与经验，助力诺力股份成为世界级仓储物流设备与整体物流解决方案提供者和服务商目标的达成。

来源：公司官网，国金证券研究所

公司电动仓储叉车销量国内前三。根据公司官网，公司轻小型车辆分别占据欧盟市场 45% 的份额和全球 35% 的份额，为全球最大的轻小型工业车辆制造商，电动步行式仓储物流车辆连续七年销量达到国内同行业前两位。从市场份额来看，国内电动叉车领域处于较为充分市场竞争环境中，2020 年诺力股份 18.3%，浙江中力 16.3%，杭叉集团 15.9%，安徽合力 15.1%。

图29: 2020年公司电动叉车市占率达18.30%

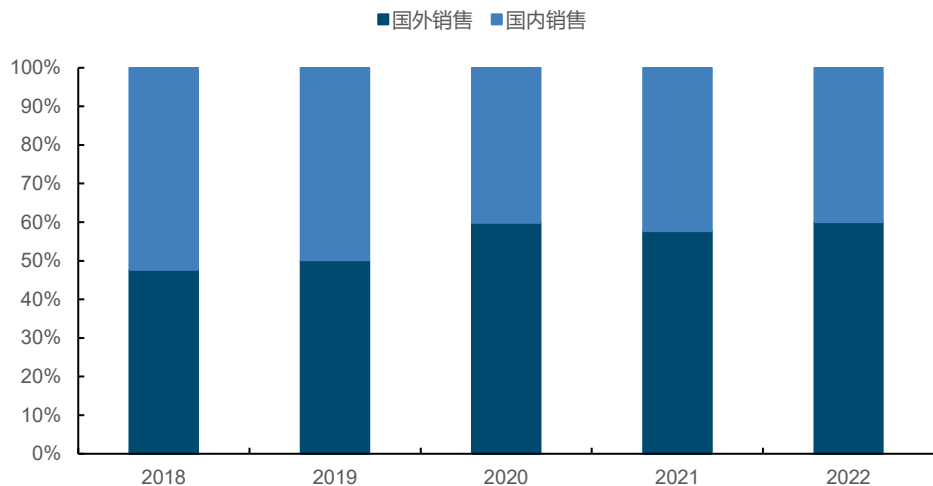


来源: 中国工程机械工业协会工业车辆分会, 国金证券研究所

近年来公司智能制造装备业务实现快速发展。国外市场需求旺盛, 海外订单充足, 特别是国内外大车订单快速增长, 各业务订单屡创历史新高。根据公司公告, 2022年公司大车销量增长超过60%, 电动步行式仓储叉车销量增长超过30%, 有力支撑公司营收增长。同时公司持续推出新产品, 2022年公司投产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。

公司海外业务营收稳中有升, 助力公司进一步实现国际化。欧美等海外市场一直是公司的主要市场, 智能制造业务板块方面, 公司海外需求旺盛, 叉车业务海外出口可提升空间广阔。根据公司公告, 2022年公司海外业务营收为40.07亿元, 同比增长18.66%, 占海内外业务营收结构占比为60.03%; 公司国内业务营收为26.68亿元, 同比增长7.58%。

图30: 公司海外营收占比持续提升



来源: iFind, 国金证券研究所

3. 智能仓储行业势头强劲, 将显著受益传统物流数字化改造升级

3.1. 智能仓储应用领域广泛, 市场规模有望超2000亿

智能仓储下游领域广泛, 总体来看, 电商、新能源、医药等产品多、标准化高的行业采用智能仓储的可能性更大。根据商务部数据显示, 近年来, 中国电子商务交易规模持续扩大, 稳居全球网络零售市场首位。电商行业仓储货物SKU多, 订单较零散, 商品出库后直接送达终端消费者手中, 注重时效性, 对物流仓储环节成本较敏感, 降本增效的需求高。根据中汽协数据显示, 新能源行业零部件体积大, 重量大, 价值高, 人工搬运比较困难, 掉料损失大, 智能仓储的应用是仓储环节降本增效的关键。

图表31: 智能仓储下游及需求情况

应用领域	行业代表客户	行业需求特征
电商	京东	电商行业仓储货物 SKU 多, 订单较零散, 商品出库后直接送达终端消费者手中, 注重时效性, 仓储环节成本较敏感, 降本增效的需求高
新能源	宁德时代	新能源行业零部件体积大, 重量大, 价值高, 人工搬运比较困难, 掉料损失大
汽车	上汽	汽车制造行业存在汽车零部件种类复杂, 体型较大等痛点, 对仓储环节及时性、准确性要求高
医药	国药试剂	医药领域自动化水平较高, 原材料和产品种类众多, 批号、有效期管理要求严格, 存货管理复杂, 难度大
烟草	中国烟草	烟草行业自动化程度较高, 货物储存量较大, 烟草实行专卖管理, 仓储物流各环节要求可追溯性
鞋服	安踏	鞋服行业的时效性要求高; 服务于门店和服务于终端消费者的解决方案不同, 鞋服款式较多, 订单碎片化、SKU 激增, 存在高频的拣选需求
零售	沃尔玛	随着“新零售”的发展, 在仓储环节中可能既有发往下一级仓库/门店的订单, 也有发往终端消费者的订单, 需采取不同的拣选方案
半导体	中芯国际	半导体行业物料价值较高, 需要减少再搬运过程中损坏, 提供效率, 车间洁净度要求高, 需要降低人工带来的污染
3C	华为	人工短缺, 零部件比较小, 人工拣选很困难
家电	格力	家电设备体积比较大, 重量较大, 需要避免仓储搬运中人工搬运所可能带来的损害

来源: 中商产业研究院, 国金证券研究所

智能仓储管理系统以实用、高效、便捷、经济的建设方式为原则, 实现仓储管理各种自动化功能, 完成: 准确、收货、在正确的地点存货、仓储存货管理、订单处理、分拣和配送控制及门店物流联动, 帮助企业解决仓储管理方面的问题。与传统仓储管理系统大不相同, 具体区别如下表所示:

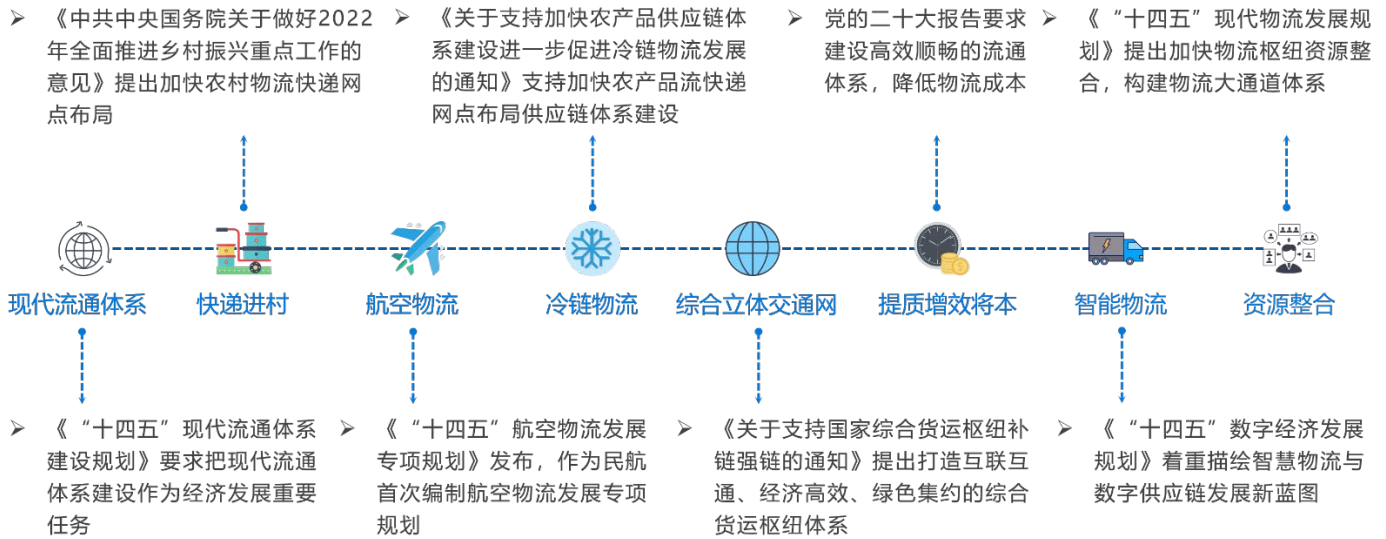
图表32: 智能仓储与传统仓储的区别

	智能仓储	传统仓储
空间利用	智能仓储通过应用智能设备, 可以在超高货架上快速地取货、存货, 有效利用仓库垂直空间, 实现仓库高层合理化、存取自动化、操作简便化	传统仓储存、取货基本全靠人工, 在设置货架时, 会考虑的操作人员的安全和效率, 因此货架一般不高, 仓储空间利用率低
运作效率	智能仓储中应用 AGV(自动导引小车)、自动货架、自动存取机器人等设备, 可以实现快速拣货、准确出库, 省时省力, 大大提高仓储作业运行效率	传统仓储各个环节主要依靠人力, 不仅会出现一些失误, 还存在效率低下、权责不清等现象
人力成本	智能仓储用智能设备代替人工, 大大节约了人工成本	传统仓储的正常运行往往需要大量人力成本的投入
配送模式	智能仓储多以快递为主(四通一达)也有少数规模较大的电商平台自建物流配送体系	传统仓储主要是以物流配送为主(零担物流、干线物流)、快递为辅
订单量波动	智能仓储受到各种电商大促和线上活动的影响(如双 11、双 12), 订单增长的波动性很大, 这就要求在进行仓储规划时, 充分考虑到活动大促期间的各种资源的柔性	传统线下仓储的订单大多按计划配货, 订单已知且有计划性

来源: “壹拓云仓”微信公众号, 国金证券研究所

2022 年国家发布了多项政策以促进智能物流行业的快速发展。总体看来, 政策主要从现代流通体系、快递进村、航空物流和冷链物流等多方面引导和促进中国智能物流的发展。例如, 2022 年 1 月 12 日国务院关于印发“十四五”数字经济发展规划的通知提出要大力发展智慧物流。加快对传统物流设施的数字化改造升级, 促进现代物流业与农业、制造业等产业融合发展。建设智能仓储体系, 提升物流仓储的自动化、智能化水平。2022 年 12 月 15 日国务院办公厅印发《“十四五”现代物流发展规划》的通知, 提出我国物流业要加快物流枢纽资源整合建设, 构建国际国内物流大通道系。到 2025 年, 基本建成供需适配、内外联通、智慧绿色的现代物流体系, 物流创新发展能力和企业竞争力显著增强、物流服务质量效率明显提升、“通道+枢纽+网络”运行体系基本形成。

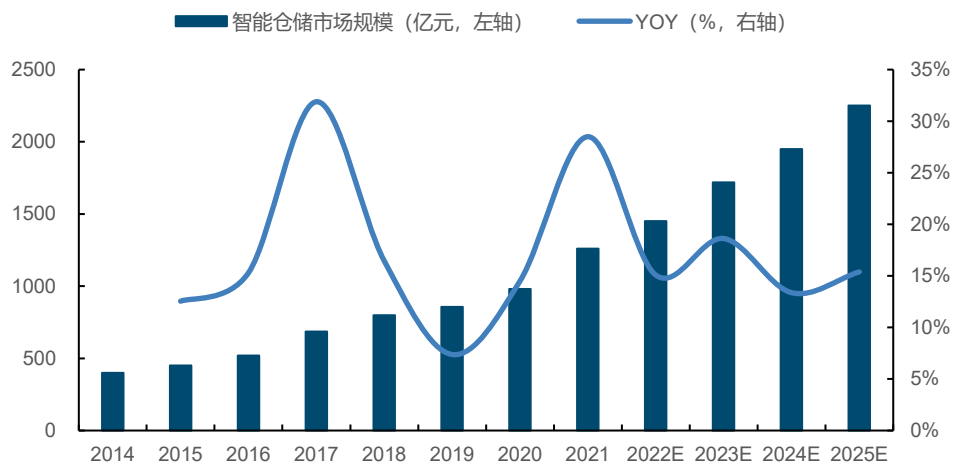
图表33：2022年影响中国物流行业的关键系列政策文件概览



来源：国家发展及改革委员会，中物联及普华永道分析，深圳冷链在线，国金证券研究所

2025年智能仓储市场规模有望超过2200亿元。根据GGII数据显示，2014年至今，我国智能仓储系统市场规模呈显著上升态势。2021年智能仓储市场规模为1260亿元，同比增长28.49%，伴随云计算、大数据、物联网等技术的普及，市场规模增速提升明显。从下游市场需求方面看，2021年，受疫情的催化作用影响，下游行业客户对智能仓储应用认知提升明显，加上人工紧缺问题日益凸显，降本增效压力日益加大，下游行业客户对引入智能仓储的意愿加强。

图表34：2025年中国智能仓储市场规模有望超过2200亿元



来源：公司公告，高工机器人产业研究所 (GGII)，国金证券研究所

全球物流仓储行业头部企业较为集中。由于欧美日等发达国家对物流自动化的应用较早，在长期的技术积累下，海外企业在品牌知名度、硬软件技术、行业经验等方面均具备先发优势，在智能仓储行业拥有较高的市占率。根据美国《MMH》杂志统计，2021年全球物流系统集成商TOP20均位于美国、欧洲和日本等发达国家。2021年全球TOP20的物流仓储系统集成商总营收达到319.08亿美元，同比增长23.03%。其中，大福以43.9亿美元的年营收规模遥遥领先，德马泰克(42.99亿美元)和胜斐尔(37.32亿美元)也均超过30亿美元，位于全球物流仓储系统集成市场第一梯队，其次是霍尼韦尔(29.4亿美元)、范德兰德(26亿美元)等企业营收在10-30亿美元之间，位于第二梯队；还有TWG(9.25亿美元)、瑞士格(7.37亿美元)等代表企业营收在10亿美元以下。

图表35：2021年国际物流仓储自动化供应商营收排名TOP20

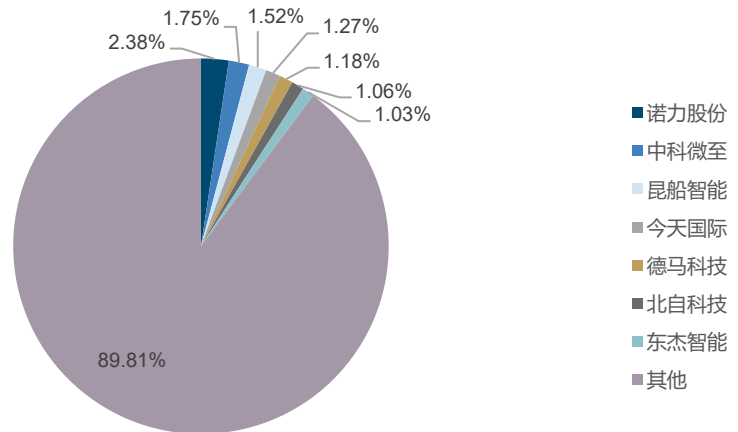
2021 排名	2020 排名	公司	全球 2021 年收入 (亿美元)	全球 2020 年收入 (亿美元)	2020-2021 年变化 (%)	国家
1	1	大福	43.9	45.4	-3.30%	日本
2	2	德马泰克	42.99	32.26	33.26%	美国
3	3	胜斐尔	37.32	31.2	19.62%	德国

2021 排名	2020 排名	公司	全球 2021 年收入 (亿美元)	全球 2020 年收入 (亿美元)	2020-2021 年变化 (%)	国家
4	5	霍尼韦尔	29.4	20.18	45.69%	美国
5	4	范德兰德	26	21	23.81%	荷兰
6	7	科纳普	18.4	14.5	26.90%	奥地利
7	6	村田机械	17.8	14.9	19.46%	日本
8	9	MHS	15	11.5	30.43%	美国
9	12	WITRON	12.42	8.55	45.26%	德国
10	14	MECALUX	11.77	7.66	53.66%	西班牙
11	8	伯曼	11.2	14	-20.00%	德国
12	10	西门子	10	10	0.00%	德国
13	10	TGW	9.25	10	-7.55%	奥地利
14	13	瑞士格	7.37	6.46	14.09%	德国
15	--	法孚集团	6.64	5.48	21.17%	法国
16	14	Kardex AG	5.14	4.66	10.30%	瑞典
17	15	Bastian Solutions	4.26	4.05	5.19%	美国
18	16	Elettric 80	3.72	3.54	5.20%	意大利
19	18	AutoStore AS	3.28	--	--	挪威
20	17	System Logistics SpA	3.22	2.62	22.90%	意大利
		合计	319.08	259.34	23.03%	

来源:《Modern Materials Handling》, 国金证券研究所

我国智能仓储行业格局较分散, 市场集中度较低。根据中商产业研究所数据显示, 2022年CR5仅为8.4%, CR10为14.1%。其中, 诺力股份占比5%位居第一, 其次是中科微至、昆船智能、今天国际等企业。从发展程度来看国内本土仓储物流服务商相对缺乏大项目的总包集成服务能力, 虽然在下游客户领域的在本手订单保持增长, 但不论是从产品服务角度还是从行业经验及市占率角度看, 本土智能仓储企业的竞争力并没有很突出, 仍处于前期竞争成长阶段。

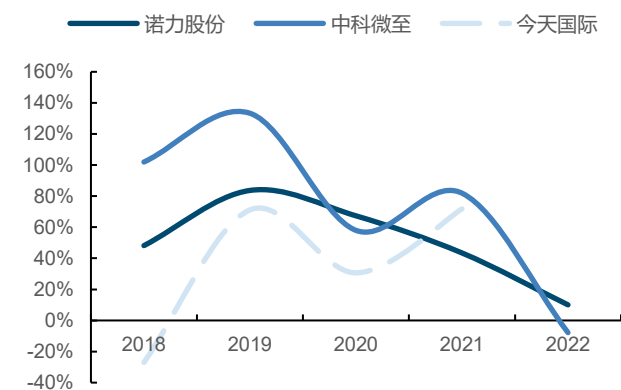
图表36: 我国智能仓储市场集中度较低



来源: 公司公告, 高工机器人产业研究所 (GGII), 国金证券研究所

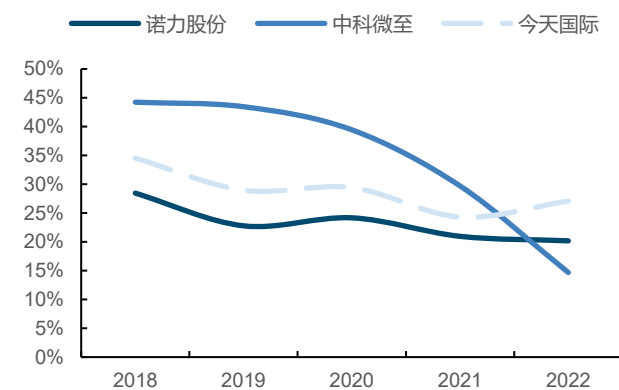
公司相较同业可比其营收增速与毛利率相对稳健。国内智能仓储设备及系统提供商数量较多, 但规模通常较小, 其中, 规模相对较大的企业包括中科微至、今天国际等, 2021年营收规模大概在5-20亿元之间。相较同业可比公司整体业绩增速相对平稳, 毛利率水平也相对稳健。

图表37: 同行业竞争公司营收增速情况 (单位: %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表38: 同行业竞争公司毛利率情况 (单位: %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2. 公司为智慧物流仓储龙头, 客户资源优质

公司快速占领市场并扩大自身优势, 在国内物流仓储系统集成领域占据先发优势。据 GGII 统计数据显示, 公司在 2021 年中国物流仓储系统集成商综合排行第一, 其次是新松、北自所、昆船智能等企业。

图表39: 2021 年中国物流仓储系统集成商竞争力排名 TOP10

排名	企业名称	综合得分
1	诺力股份	89
2	新松	86
3	北自所	83.5
4	昆船智能	82.5
5	北起院	80.5
6	今天国际	80
7	兰剑智能	79.5
8	凯乐士	79
9	音飞储存	78.5
10	东杰智能	78
10(并列)	井松智能	78

来源: 高工机器人产业研究所 GGII, 国金证券研究所

公司旗下中鼎集成、法国 SAVOYE、上海诺力公司均为原厂商型智慧物流系统集成商和设备供应商, 客户资源优势突出, 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。据公司公告, 截至 22 年底, 公司已完成相关物流系统工程案例超过 2000 个, 且收获众多行业的头部客户, 例如宁德时代、九州通集团等。

图表40: 中鼎集成、法国 SAVOYE 及上海诺力的主要客户

公司	行业	客户
中鼎集成	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
法国 SAVOYE	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
法国 SAVOYE	第三方物流行业	Bollre (波洛莱)、Logistex、DocSourcing

公司	行业	客户
上海诺力 (AGV)	食品/冷链行业	KERMENE、Cooperl (科普利信)、Colruyt (克鲁特)
	医药行业	库博光学、OPHTALMIC、CSP、Hartmann
	汽车行业	雷诺、Alliance Automotive、Mister Auto、Bodemer (雷诺汽车备件配送)、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
	钢铁行业	宝武钢铁、八一钢铁
	白色家电	格力电器、美的集团、建溢集团
	有色金属	中国铝业、海亮集团
	医药行业	阿斯利康 (英)、辰欣药业
	其他	ABB (瑞)、小米集团、京东集团、天能股份、中国烟草、富士康

来源：公司官网，国金证券研究所

公司智慧物流集成业务高速增长，在手订单和新增订单充足。根据公司公告，截至 2022 年底，公司智慧物流系统业务在手订单为 64.55 亿元，占比靠前的应用领域分别是新能源 (39.74 亿元)、医疗保健 (2.94 亿元)。2022 年新增订单为 45 亿元，占比靠前的应用领域分别是新能源 (23.02 亿元)、食品及快消 (3.13 亿元)。在手订单涉及领域广泛，新能源、电商等行业需求旺盛，将为公司智慧物流系统业务增长带来强大的外生动力。

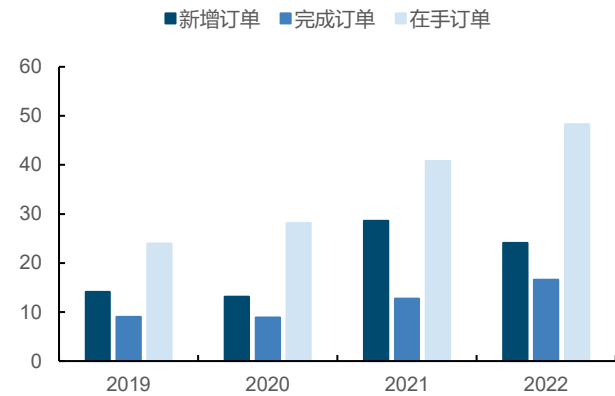
图表41：智慧物流系统业务新增订单和在手订单情况 (单位：亿元)

序号	应用领域	2022 年新增订单	2022 年完成订单	2022 年 12 月 31 日在手订单
1	电商	2.83	4.06	1.13
2	化妆品	0.28	0.28	0.09
3	食品及快消	3.13	2.56	2.21
4	零部件及工业用品	0.9	2.05	0.96
5	办公用品	0.31	0.4	0.05
6	医疗保健	1.52	0.98	2.94
7	新能源	23.02	12.78	39.74
8	家居	0.27	0.09	1.58
9	汽车零部件	0.3	0.59	1.71
10	冷链	0.7	0.28	1.13
11	房地产	0.52	0.73	0.73
12	企事业自用	0.73	0.52	0.5
13	其他	10.49	7.67	11.78
	合计	45	32.99	64.55

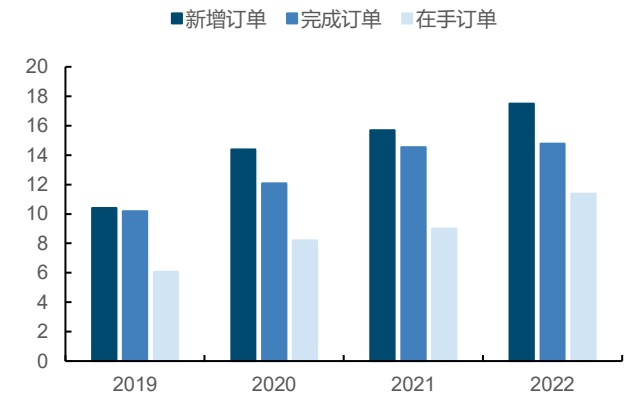
来源：公司公告，国金证券研究所

从分子公司来看，中鼎集成在手订单中新能源占比较高，法国 SAVOYE 主要集中在电商、消费品等领域。截至 2022 年 12 月 31 日，公司子公司中鼎集成在手订单为 48.34 亿元，同比增长 18.45%，法国 SAVOYE 在手订单为 11.38 亿元，同比增长 26.30%。在手订单占比靠前的行业分别是新能源、汽车零部件、电商等。两大子公司持续拓展市场，根据公司公告，法国 SAVOYE 公司继续在美国，西亚、南欧等地拓展市场，并着手布局中国市场；中鼎集成在继续保持新能源行业领先的市场地位的同时，积极开拓非新能源行业的市场，开始布局光伏、半导体、军工行业，在人才、技术、研发上不断加大投入，持续巩固在冷链、医药、零部件及工业用品等行业的优势，同时积极布局欧美和东南亚市场，抢占国际市场份额。

图表42: 2019-2022年中鼎集成订单情况



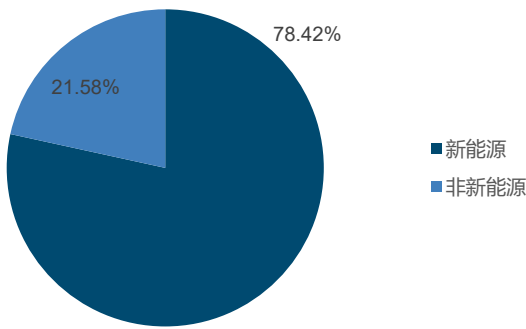
图表43: 2019-2022年法国 SAVOYE 订单情况



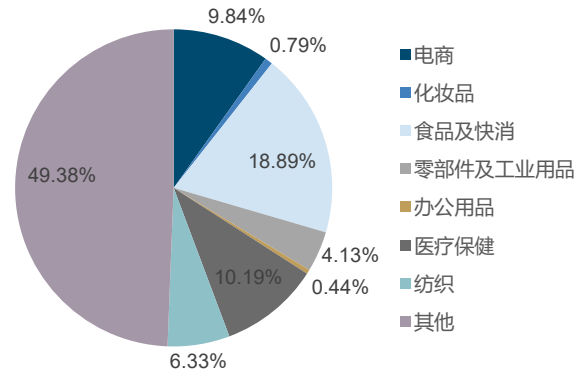
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表44: 中鼎集成在手订单行业分布 (2022年)



图表45: 法国 SAVOYE 在手订单行业分布 (2022年)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

同时公司重视数字化建设, 从顶层设计规划, 制定了“数字诺力”整体战略规划, 持续加大投入。2022年, 公司大数据管理部持续协助各子公司提升信息化、数字化水平。公司引进了首席信息官, 充实了诺力智能大数据管理部和中鼎软件人才队伍; 打造了诺力特色租赁业务平台, 助力租赁业务信息化管理; 赋能中鼎集成, 推进了 PLM 项目的进程。

图表46: 公司高度重视“数字诺力”建设



来源: 公司公告, 国金证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

智慧物流系统：截至 2022 年底公司旗下中鼎集成在手订单 48.3 亿元，同比增长+18.45%。智慧物流系统业务在手订单 64.55 亿，同比增长 18.5%，法国 SAVOYE 在手订单 11.38 亿元，同比增长 26.3%，2022 年公司智慧物流系统业务新签订单 45 亿，有望持续贡献公司业绩。公司旗下中鼎集成公司治理整合效果逐步显现，市场地位更加稳固，订单充足，工程实施能力明显提升，营收有望保持快速增长，运营效率预计逐年提升。此外法国 SAVOYE 公司业务布局稳步扩张，市场范围不断拓展，订单充分，营收、利润、运营效率等各项指标预计逐年稳步提升。预计公司智慧物流业务 2023-2025 年收入同比增速分别为 25.13%/27.54%/32.48%，内部管理改善将有效提升公司盈利能力，预计 2023-2025 年毛利率有望提升，分别为 20.53%/20.84%/21.05%。

智能智造装备：公司智能智造装备业务板块正在实施大车战略，通过电动化、智能化、数字化打造新的增长点。公司大型电动叉车近两年增长较快，但市场占有率不足 4%，未来成长空间巨大；同时，公司产品结构优化，产业布局合理，精细化管理水平提高、成本控制效果明显；公司轻小型叉车在全球的市场仍保持领先地位。预计公司仓储物流车辆及设备业务 2023-2025 年收入同比增速分别为 12.20%/11.65%/11.65%，预计毛利率随后续原材料价格回落而提升，2023-2025 年分别为 20.76%/20.80%/20.85%。

费用端假设：公司整体期间费用率管控良好，2018-2022 年公司销售费用率维持在 4%-5%左右，我们预计公司 2023-2025 年销售费用率继续维持在 4.1%/4.1%/4.0%，同时随着公司内部管理逐步改善，公司 2023-2025 年管理费用率为 4.8%/4.7%/4.6%，同时公司抓紧电动化、智能化趋势，2023-2025 年研发费用率有望维持在 3.8%。

图表47：公司各业务拆分及盈利预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
智慧物流系统	收入 (亿元)	29.98	32.99	41.28	52.65	69.75
	增速 (%)	43.47%	10.02%	25.13%	27.54%	32.48%
	毛利率 (%)	20.96%	20.18%	20.53%	20.84%	21.05%
智能智造装备	收入 (亿元)	28.58	33.76	37.87	42.29	47.21
	增速 (%)	43.85%	18.09%	12.20%	11.65%	11.65%
	毛利率 (%)	17.09%	19.73%	20.76%	20.80%	20.85%
其他业务	收入 (亿元)	0.30	0.28	0.31	0.34	0.37
	增速 (%)	90.64%	-8.00%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率 (%)	93.02%	89.15%	90.00%	90.00%	90.00%
总计	收入 (百万元)	58.87	67.02	79.46	95.27	117.33
	增速 (%)	43.84%	13.85%	18.56%	19.90%	23.15%
	毛利率 (%)	19.45%	20.24%	20.91%	21.07%	21.19%

来源：Wind，国金证券研究所

4.2. 投资建议及估值

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.1/6.4/8.3 亿元，对应 PE 分别为 11/9/7 倍。我们选取兰剑智能、今天国际、杭叉集团、安徽合力 4 家公司作为可比公司，其中兰剑智能和今天国际主要从事智能仓储物流系统业务，杭叉集团和安徽合力主要从事叉车和配件业务。公司叉车业务保持稳定增长，智慧物流系统盈利能力改善，给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应目标价 28.61 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表48：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
603298	杭叉集团	19.73	1.05	1.10	1.36	1.64	1.94	18.79	17.94	14.53	12.04	10.16
600761	安徽合力	16.70	0.86	1.22	1.57	1.91	2.28	19.42	13.69	10.62	8.76	7.33
300532	今天国际	19.48	0.33	0.84	1.25	1.81	2.61	59.03	23.19	15.55	10.75	7.45

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
688557	兰剑智能	35.28	1.11	1.25	1.80	2.28	2.96	31.78	28.22	19.63	15.46	11.92
平均数										15.08	11.75	9.22
603611	诺力股份	21.78	1.17	1.56	1.91	2.39	3.09	18.62	13.96	11.42	9.13	7.05

来源：Wind，国金证券研究所（注：可比公司取Wind一致预测，股价基准日为2023年5月18日）

风险提示

制造业投资不及预期风险。制造业是叉车行业的重要下游领域，若制造业投资增速放缓，则将会对叉车行业的需求产生不利影响。

海外出口贸易恶化风险。欧美等海外市场一直是公司主要市场，2022 年公司海外市场销售收入占比达 60%。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。

市场竞争加剧风险。目前国内智慧物流行业市场竞争激烈，公司依靠技术和品牌优势快速抢占市场，若未来市场竞争进一步加剧，公司盈利水平可能因此下降。

原材料价格波动风险。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。

高管减持风险。公司于 2022 年 11 月 24 日披露减持股份计划公告，本次拟减持股份的高级管理人员计划自本公告披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内，刘云华先生拟通过集中竞价等法律法规允许的方式减持不超过公司总股本比例的 0.01%，即减持不超过 26,250 股，高管减持可能对股价造成波动。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	4,077	5,887	6,702	7,946	9,527	11,733
增长率		44.4%	13.8%	18.6%	19.9%	23.2%
主营业务成本	-3,136	-4,742	-5,346	-6,285	-7,520	-9,247
%销售收入	76.9%	80.5%	79.8%	79.1%	78.9%	78.8%
毛利	942	1,145	1,357	1,661	2,007	2,486
%销售收入	23.1%	19.5%	20.2%	20.9%	21.1%	21.2%
营业税金及附加	-23	-22	-32	-40	-48	-59
%销售收入	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-200	-223	-276	-326	-391	-469
%销售收入	4.9%	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%	4.0%
管理费用	-247	-282	-323	-381	-448	-540
%销售收入	6.1%	4.8%	4.8%	4.8%	4.7%	4.6%
研发费用	-170	-224	-259	-302	-362	-446
%销售收入	4.2%	3.8%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	302	394	466	612	759	973
%销售收入	7.4%	6.7%	7.0%	7.7%	8.0%	8.3%
财务费用	-58	-31	32	-43	-39	-31
%销售收入	1.4%	0.5%	-0.5%	0.5%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-36	-68	-57	0	0	0
公允价值变动收益	14	17	7	0	0	0
投资收益	7	0	-23	0	0	0
%税前利润	2.3%	0.1%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	283	342	457	600	750	971
营业利润率	6.9%	5.8%	6.8%	7.5%	7.9%	8.3%
营业外收支	1	-3	-6	0	0	0
税前利润	283	340	451	600	750	971
利润率	7.0%	5.8%	6.7%	7.5%	7.9%	8.3%
所得税	-44	-46	-67	-90	-112	-146
所得税率	15.4%	13.5%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	240	294	385	510	637	826
少数股东损益	-3	-7	-18	0	0	0
归属于母公司的净利润	242	300	402	510	637	826
净利率	5.9%	5.1%	6.0%	6.4%	6.7%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	240	294	385	510	637	826
少数股东损益	-3	-7	-18	0	0	0
非现金支出	135	197	202	79	88	98
非经营收益	40	9	13	45	43	37
营运资金变动	-148	-267	-80	-196	-88	-121
经营活动现金净流	267	232	520	437	681	839
资本开支	-72	-127	-117	-93	-103	-113
投资	-551	330	-17	0	0	0
其他	5	-77	62	0	0	0
投资活动现金净流	-619	127	-72	-93	-103	-113
股权募资	3	3	1	0	0	0
债权募资	263	33	15	-92	-154	-225
其他	-30	-143	-217	-233	-252	-266
筹资活动现金净流	235	-108	-201	-325	-405	-491
现金净流量	-124	252	278	19	173	235

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	674	1,003	1,304	1,323	1,496	1,730
应收款项	924	1,688	1,888	2,035	2,440	3,005
存货	1,642	2,305	3,362	3,444	4,121	5,067
其他流动资产	772	789	621	655	777	948
流动资产	4,012	5,785	7,175	7,457	8,834	10,750
%总资产	70.9%	75.7%	79.7%	80.2%	82.6%	85.1%
长期投资	138	233	239	239	239	239
固定资产	573	562	570	579	590	602
%总资产	10.1%	7.4%	6.3%	6.2%	5.5%	4.8%
无形资产	876	881	838	849	859	868
非流动资产	1,646	1,856	1,830	1,846	1,861	1,876
%总资产	29.1%	24.3%	20.3%	19.8%	17.4%	14.9%
资产总计	5,658	7,641	9,004	9,303	10,695	12,627
短期借款	515	455	441	419	265	40
应付款项	1,182	2,103	2,569	2,460	2,943	3,619
其他流动负债	1,620	2,332	2,989	3,138	3,761	4,633
流动负债	3,317	4,890	5,999	6,017	6,970	8,291
长期贷款	277	419	399	399	399	399
其他长期负债	155	231	237	195	205	220
负债	3,748	5,540	6,635	6,611	7,574	8,910
普通股股东权益	1,868	2,064	2,348	2,670	3,099	3,695
其中：股本	267	267	267	267	267	267
未分配利润	951	1,167	1,427	1,750	2,179	2,775
少数股东权益	42	38	21	21	21	21
负债股东权益合计	5,658	7,641	9,004	9,303	10,695	12,627

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.907	1.124	1.505	1.907	2.386	3.090
每股净资产	6.991	7.725	8.787	9.994	11.600	13.830
每股经营现金净流	0.998	0.868	1.946	1.636	2.548	3.140
每股股利	0.000	0.505	0.630	0.700	0.780	0.860
回报率						
净资产收益率	12.98%	14.55%	17.13%	19.08%	20.57%	22.34%
总资产收益率	4.28%	3.93%	4.47%	5.48%	5.96%	6.54%
投入资本收益率	9.43%	11.41%	12.31%	14.75%	16.96%	19.81%
增长率						
主营业务收入增长率	32.06%	44.39%	13.85%	18.56%	19.90%	23.15%
EBIT 增长率	11.83%	30.44%	18.34%	31.28%	23.98%	28.13%
净利润增长率	0.05%	23.85%	33.97%	26.71%	25.09%	29.49%
总资产增长率	11.92%	35.06%	17.84%	3.32%	14.96%	18.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.9	60.7	65.4	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	181.9	151.9	193.5	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	109.0	92.4	106.8	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	50.0	33.8	29.6	25.3	21.4	17.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.90%	-16.98%	-21.18%	-20.17%	-27.85%	-35.76%
EBIT 利息保障倍数	5.2	12.5	-14.4	14.3	19.4	30.9
资产负债率	66.25%	72.50%	73.69%	71.07%	70.82%	70.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周 内	一月 内	二月 内	三月 内	六月 内
----	---------	---------	---------	---------	---------

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402