

诺力股份(603611)

报告日期: 2023 年 07 月 08 日

叉车+智能物流领军者，锂电化、国际化提供增长动能

——诺力股份深度报告

投资要点

□ 智能化物流解决方案领军者，从轻小型叉车向大型叉车、智能物流系统拓展

公司致力于智能内部物流系统解决方案，主营业务包括：1) 智能制造装备：产品包括电动搬运车、电动堆高车、AGV 智能仓储以及平衡重式电动叉车、前移式叉车、手动半电动叉车和各种轻型搬运车辆等；2) 智能物流系统：囊括自动化立体仓储系统、自动化输送分拣系统、无人搬运机器人和自动化物流软件系统。2012-2022 年公司营业收入复合增速约 19%，归母净利润复合增速约 19%。

□ 叉车业务：海外渠道布局成熟，电动化、大型化提供机遇

1) 叉车在企业的物流系统中扮演重要角色，下游应用广泛，我国叉车下游应用中，制造业占比超过 50%、交通运输、物流仓储及邮政占比约 20%。2011-2021 年全球叉车销量 CAGR 约 8%，2021 年实现销量近 200 万台；2011-2021 年中国叉车销量 CAGR 约 15%，2021 年销量达 125.5 万辆。

2) 国内锂电产业链完备，借助叉车电动化趋势，锂电叉车出海助力国产叉车厂家提升国际影响力。公司积极布局海外市场，2017-2022 年海外收入 CAGR 为 32.1%，海外营收占比从 2020 年的 50%提升至 2022 年的 60%。

3) 叉车电动化、大车战略是重点发展方向：目前公司大车市占率不到 4%，成长空间大。公司抓住工业车辆电动化的趋势，聚焦资源积极扩大大车产能。公司轻小型叉车在全球市场已保持领先地位，已建立完善的海外渠道，叠加锂电叉车出海趋势，公司大型锂电叉车出海业务增长可期。

□ 智能物流系统：外延式拓展，向全领域内部物流解决方案龙头迈进

1) 根据 AIoT，预计到 2027 年，全球仓储自动化市场将达 1000 亿美元，2022 年至 2027 年间的复合年增长率为 15%。预计 2023 年国内仓储自动化市场突破 1000 亿元，约占全球市场 30%，年复合增长率 21%，高于全球增速。

2) 公司全资收购了前景广阔、竞争力强的中鼎集成和法国 SAVOYE，实现外延式发展。中鼎集成是国内最大的堆垛机供应商；法国 SAVOYE 的智慧仓储物流系统解决方案行业领先。2022 年度公司智慧物流系统业务新签订单 45 亿（不含税），为业绩增长提供有力支撑。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年实现归母净利润分别达 5.2、6.6、7.8 亿元，同比增长 28.0%、28.8%、17.0%；对应 PE 为 13、10、9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；出口条件恶化风险。

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

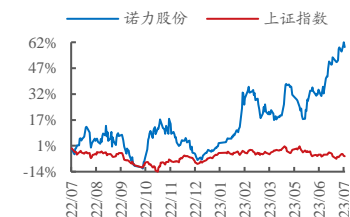
基本数据

收盘价 ¥26.35

总市值(百万元) 6,787.78

总股本(百万股) 257.60

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,702	7,954	9,450	10,613
(+/-) (%)	13.85%	18.68%	18.80%	12.31%
归母净利润	402	515	663	776
(+/-) (%)	33.97%	28.01%	28.84%	17.02%
每股收益(元)	1.56	2.00	2.57	3.01
P/E	16.87	13.18	10.23	8.74

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 2023-2025 年实现归母净利润分别达 5.2、6.6、7.8 亿元，同比增长 28.0%、28.8%、17.0%；对应 PE 为 13、10、9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 叉车行业出口维持高景气；
- 2) 锂电叉车渗透率持续提升；
- 3) 智能物流在各行业广泛应用。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：公司在叉车行业市占率较杭叉集团、安徽合力仍有差距，较行业龙头的竞争优势不明显。

我们认为：海外市场是公司未来核心增长点。1) 公司凭借轻小型叉车品牌知名度、成熟海外渠道布局，打开大型叉车海外市场；2) 公司 OEM 实力强，有望承接更多海外 OEM 订单。

● 股价上涨的催化因素

订单数额快速增长；盈利能力持续改善。

● 风险提示

原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；出口条件恶化风险。。

正文目录

1 智能化物流解决方案领军者，装备、系统齐发力	5
1.1 20 余年持续突破，从轻小型叉车向大型叉车、智能物流系统拓展	5
1.2 公司股权结构持久稳定，是企业发展坚实的基石	5
1.3 营收、归母净利润增速亮眼，盈利能力趋势向上	6
2 叉车业务：海外渠道布局成熟，电动化、大型化提供机遇	7
2.1 叉车作为关键物流装备，展现强劲需求和巨大潜力	7
2.2 叉车电动化是大势所趋，国产厂商国际影响力提升	10
2.3 围绕大车战略，叉车电动化是重点发展方向	12
3 物流系统：外延式拓展，向全领域内部物流解决方案龙头迈进	12
3.1 智能物流助力客户降本增效，下游应用广泛	12
3.2 内生外延齐发力，订单客户两手抓	16
4 盈利预测与估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值	20
5 风险提示	20

图表目录

图 1: 诺力股份发展历程.....	5
图 2: 诺力股份产品图谱.....	5
图 3: 丁毅及其直系亲属对公司拥有相对控制权.....	6
图 4: 2012-2022 年公司营业收入复合增速为 19%.....	6
图 5: 2012-2022 年公司归母净利润复合增速为 19%.....	6
图 6: 2022 年公司毛利率、净利率同比均增长 0.8%.....	7
图 7: 2022 年公司 ROE 筑底上行, 5 年复合增速为 11.3%.....	7
图 8: 2022 年公司期间费用率下降至 12.3%.....	7
图 9: 管理费用率、销售费用率、财务费用率皆呈下降趋势.....	7
图 10: 工业车辆分类图谱.....	8
图 11: 制造业和仓储物流是叉车下游行业的主要应用场景.....	8
图 12: 2011-2021 年中国叉车销量 CAGR 达 15%.....	8
图 13: 2021 年中国叉车市场份额.....	9
图 14: 2022 年中国叉车累计出口销量占比为 69%.....	10
图 15: 电动叉车出口占比反超内燃叉车.....	10
图 16: 2022 年中国电动叉车渗透率高达 64%.....	10
图 17: 2020-2025 年中国电动叉车锂电需求量 CAGR 达 27% (单位: GWh).....	11
图 18: 我国锂电产业链完备, 助力锂电叉车出海.....	11
图 19: 国内龙头加速海外布局.....	12
图 20: 诺力股份海外营收占比为 60%.....	12
图 21: 智能物流系统上下游分布.....	13
图 22: 智能仓储起到降本增效的作用.....	14
图 23: 2023 年国内仓储自动化市场规模预计达到 1146 亿.....	15
图 24: 2026 年我国智能仓储市场规模预计达到 2665 亿.....	15
图 25: 新能源和汽车制造成为仓储自动化的主要应用场景.....	16
图 26: 2022 年中鼎集成新能源在手订单高达 78%.....	18
图 27: 2022 年法国 SAVOYE 在手订单分布.....	18
图 28: 数字化转型加快发展, 数字诺力进一步成型.....	19
表 1: 2025 年中国叉车市场规模预计达到 566.5 亿元.....	9
表 2: 智能仓储下游应用.....	13
表 3: 2021-2022 年仓储自动化政策汇总.....	14
表 4: 中鼎集成主要客户.....	16
表 5: 2020 年度中国物流仓储系统集成商诺力股份竞争力排名第一.....	17
表 6: 法国 SAVOYE 主要客户.....	18
表 7: 公司智能制造装备业务盈利预测.....	19
表 8: 公司智能物流系统业务盈利预测.....	20
表 9: 可比公司估值表.....	20
表附录: 三大报表预测值.....	21

1 智能化物流解决方案领军者，装备、系统齐发力

1.1 20 余年持续突破，从轻小型叉车向大型叉车、智能物流系统拓展

公司成立于 2000 年，总部位于浙江省长兴县，于 2015 年在上海证券交易所主板上市。自成立以来，公司专注于从事智能仓储物流设备的设计研发、生产制造、安装调试和技术服务。除此之外，公司产品和服务已经覆盖了众多领域，包括食品饮料、医药、新能源、汽车制造等。20 余年以来，诺力通过不断的技术创新和有计划的规模扩张，发展成为能够同时提供物料搬运和系统集成整体解决方案的公司；其装备制造能力居行业翘楚，轻小型工业车辆更是连续 17 年市场占有率领跑全球，电动仓储叉车销量在国内领先。

图1：诺力股份发展历程



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

公司是一家致力于智能内部物流系统解决方案的提供商和服务商。主营业务包括智慧物流系统和智能制造装备两大板块。智能物流系统囊括了自动化立体仓储系统、自动化输送分拣系统、无人搬运机器人和自动化物流软件系统。在智能制造装备方面，主要从事各类物流装备的研发、制造、销售和相关服务。其产品包括电动搬运车、电动堆高车、AGV智能仓储以及平衡重式电动叉车、前移式叉车、手动半电动叉车和各种轻型搬运车辆。助力客户解决现有作业中的瓶颈问题，提高物流运营效率，完善物流流程的可视性和可控性。

图2：诺力股份产品图谱



资料来源：公司官网、新闻、中鼎集成官网、浙商证券研究所

1.2 公司股权结构持久稳定，是企业发展坚实的基石

公司股权结构稳定，集中度高。截止 2023 年 4 月 27 号，公司实际控制人丁毅持有公司 27.2% 的股份，与其直系家属合计持有 35.5% 的股份。丁毅先生直系亲属包括毛英、丁晟，丁毅先生与毛英为夫妻关系，丁晟是丁毅、毛英夫妇之子。

图3：丁毅及其直系亲属对公司拥有相对控制权

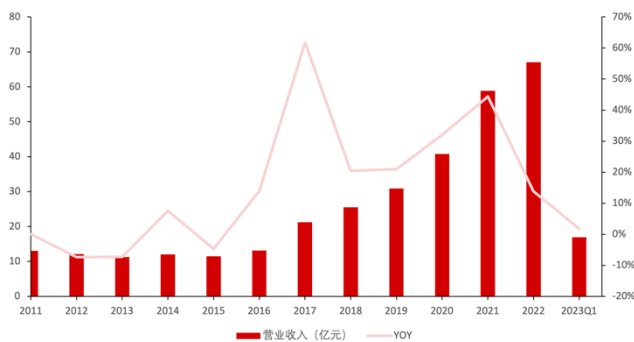


资料来源：公司年报、浙商证券研究所

1.3 营收、归母净利润增速亮眼，盈利能力趋势向上

2012-2022 年公司营业收入复合增速约 19%，归母净利润复合增速约 19%。2012-2016 年工程机械行业处于深度调整期，在此期间，公司业绩波动，增长放慢。2017-2022 年，随工程机械后周期的复苏，公司营业收入从 21.1 亿元增长至 67 亿元，5 年复合增速约为 26%；归母净利润从 1.6 亿元增长至 4 亿元，5 年复合增速约 20%。2023 第一季度，公司营收为 16.9 亿元，同比增长 2%；归母净利润为 1 亿元，同比增长 44%。

图4：2012-2022 年公司营业收入复合增速为 19%



资料来源：wind、浙商证券研究所

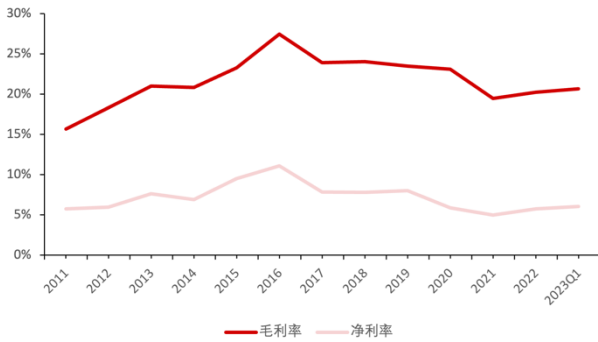
图5：2012-2022 年公司归母净利润复合增速为 19%



资料来源：wind、浙商证券研究所

近年来公司毛利率及净利率略有下降，2022 年盈利能力逐渐回升。2016 年公司毛利率、净利率到达顶点，之后平稳下滑。2021 年后企稳回升，2022 年整体毛利率、净利率分别为 20.2%、5.7%，相较于 2021 年均提升 0.8%，盈利能力有所回暖。2017 年公司 ROE 降至冰点后迅速回升。2022 年公司 ROE 为 17.1%，5 年复合增速为 11.3%，结束了连续 4 年的下降趋势。

图6: 2022年公司毛利率、净利率同比均增长0.8%



资料来源: wind、浙商证券研究所

图7: 2022年公司ROE筑底上行, 5年复合增速为11.3%



资料来源: wind、浙商证券研究所

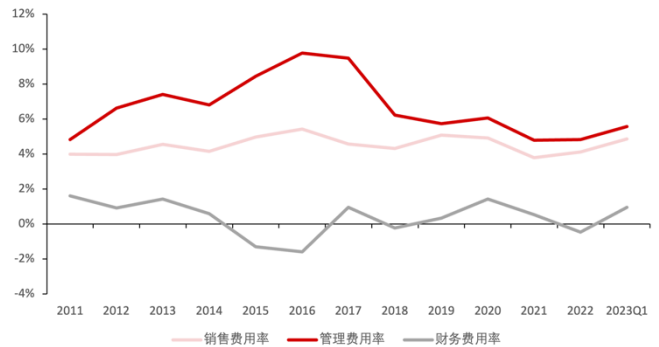
期间费用率下降, 费用控制效果显著。公司期间费用率从2017年的16.7%降至2022年的12.3%。管理费用占营收的比重呈下降趋势, 从2017年的9.5%降至2022年的4.8%; 销售费用率随行业景气度浮动, 但总体呈下降趋势, 2017-2022年销售费用率从4.6%降至4.1%; 2022年财务费用率为-0.5%, 相较于2017年, 下降了约1.5%。

图8: 2022年公司期间费用率下降至12.3%



资料来源: wind、浙商证券研究所

图9: 管理费用率、销售费用率、财务费用率皆呈下降趋势



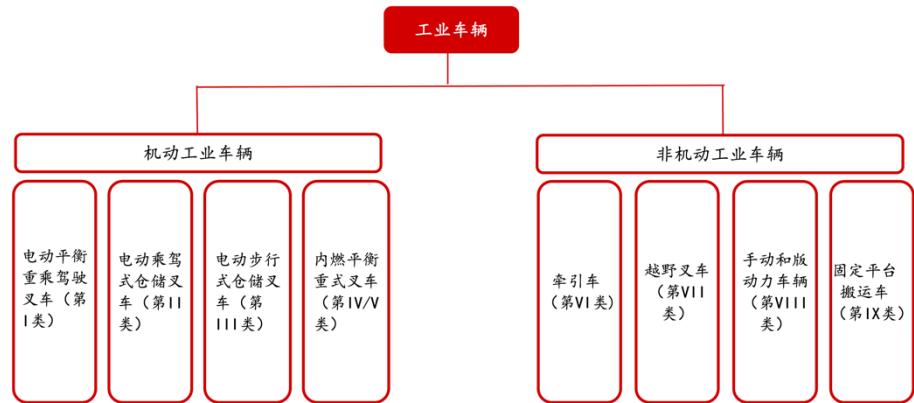
资料来源: wind、浙商证券研究所

2 叉车业务: 海外渠道布局成熟, 电动化、大型化提供机遇

2.1 叉车作为关键物流装备, 展现强劲需求和巨大潜力

叉车即工业车辆, 隶属于工程机械行业范围。工业车辆是用来搬运、推顶、牵引、起升、堆垛或码放各种货物的人力、动力驱动的车辆。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会的分类标准, 工业车辆分为机动工业车辆和非机动工业车辆, 其中机动工业车辆包括电动平衡重乘驾式叉车(第I类)、电动乘驾式仓储叉车(第II类)、电动步行式仓储叉车(第III类)以及内燃平衡重叉车(第IV/V类)。非机动工业车辆包括牵引车(第VI类)、越野叉车(第VII类)、手动和半动力车辆(第VIII类)以及固定平台搬运车(第IX类)。

图10: 工业车辆分类图谱



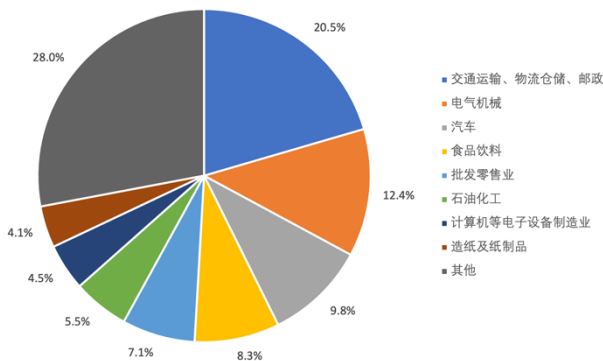
资料来源: 中国工程机械工业协会工业车辆分会、浙商证券研究所

叉车作为工业车辆中最重要的一种，下游基本涵盖了工业生产的方方面面，在企业的物流系统中扮演重要角色。叉车广泛应用于港口、车站、机场、货场、工厂车间、仓库、流通中心和配送中心等，并可进入船舱、车厢和集装箱内进行成件货物的装卸搬运工作。根据我国叉车下游行业的需求，制造业占比超过 50%、交通运输、物流仓储及邮政占比约 20%。随着中国老龄化趋势渐强，劳动力成本也随之增加。在此背景下，劳动力需求被更多自动化机械替代，叉车需求表现出持续性增长。

2011-2021 年中国叉车销量 CAGR 约 15%，2021 年销量达 125.5 万辆。2011 年，中国叉车销量为 31.4 万台，随后几年发展较为平稳。2021 年，中国叉车销量达 125.5 万辆，同比增长达 56.8%，主要原因是由于疫情控制下的停工解除导致叉车下游行业的需求增加。

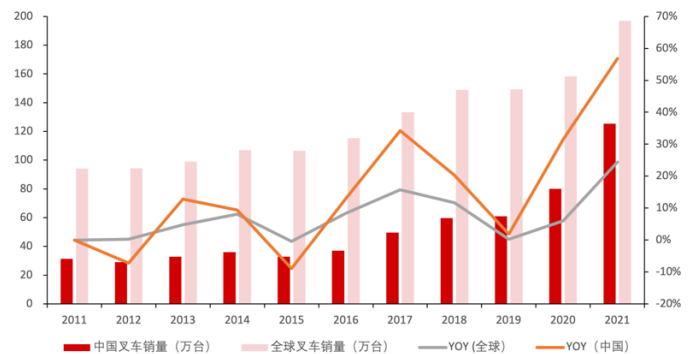
2011-2021 年全球叉车销量 CAGR 约 8%，2021 年销售近 200 万台。2016 年至 2021 年，全球叉车销量呈现明显的攀升趋势，从 115.3 万台增长至 196.9 万台，5 年复合增速达 11.3%。2019 年，面对国际贸易保护主义、行业周期性调整等不利因素影响，行业销售量呈现前高、中低、后稳曲折向上的趋势，2019 年实现整车销售量 60.8 万台，同比增长仅 1.9%；2020-2021 年，全球受新冠疫情影响和电子商务的蓬勃发展，对物流需求大幅增加，全球叉车销量再次创下历史新高，2021 年全球销量为 196.9 万台，同比增长 24%。叉车作为物流行业的重要装备，其市场需求仍然很强劲，具有广阔的发展空间和潜力。

图11: 制造业和仓储物流是叉车下游行业的主要应用场景



资料来源: 智研咨询、浙商证券研究所

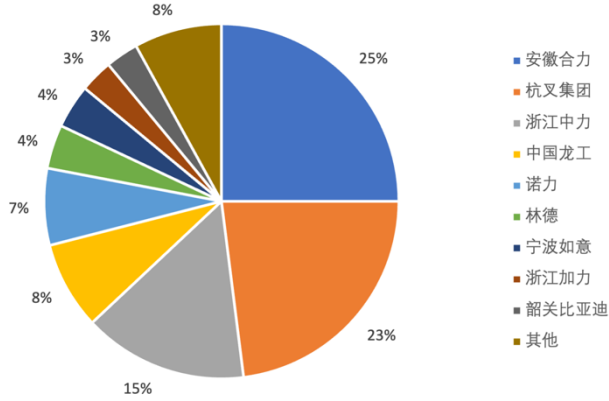
图12: 2011-2021 年中国叉车销量 CAGR 达 15%



资料来源: wind、前瞻研究院、思翰产业研究院、浙商证券研究所

公司叉车市场份额占比为 7%，位居第五。我国叉车行业市场相对集中，以安徽合力、杭叉集团、浙江中力占据了国内市场主导地位，三家企业市场份额累计 63%。公司作为电动叉车的主要制造商之一，其电动叉车制造行业企业市占率为 18.3%，占据榜首，叉车市场份额占比为 7%，排名第五。

图13： 2021 年中国叉车市场份额



资料来源：东方财富网、智研咨询、浙商证券研究所

未来两年国产叉车单台价格假设：

1) 叉车各品类型号众多，同类型号不同品牌价格不一，在此选用各品类畅销款的市场均价。

2) 内燃叉车在国四标准实施后，标准车均价有望提升 17-20% 至 6.4-6.6 万元，我们取中间数 6.5 万元，同时假设 2025 年平衡重式叉车中内燃叉车占比降至 75%。

3) 电动平衡重叉车中，锂电池占比提升(铅酸电池价格便宜但实用效率较低)，2025 年均价将提高到 11 万元。

4) 受制造业人工成本上升影响，电动乘驾式仓储车和电动步行式仓储叉车均价分别提高到 5.5 万元和 1.2 万元。

表1： 2025 年中国叉车市场规模预计达到 566.5 亿元

	现价 (万元)	预计价格 (万元, 2025E)	预计销量 (万台, 2025E)	预计规模 (亿元, 2025E)
内燃平衡重叉车	5.5	6.5	45.2	293.6
电动平衡重叉车	9	11	15.1	165.6
电动乘驾式仓储叉车	5	5.5	2.1	11.7
电动步行式仓储叉车	1	1.2	79.7	95.6
合计			142	566.5

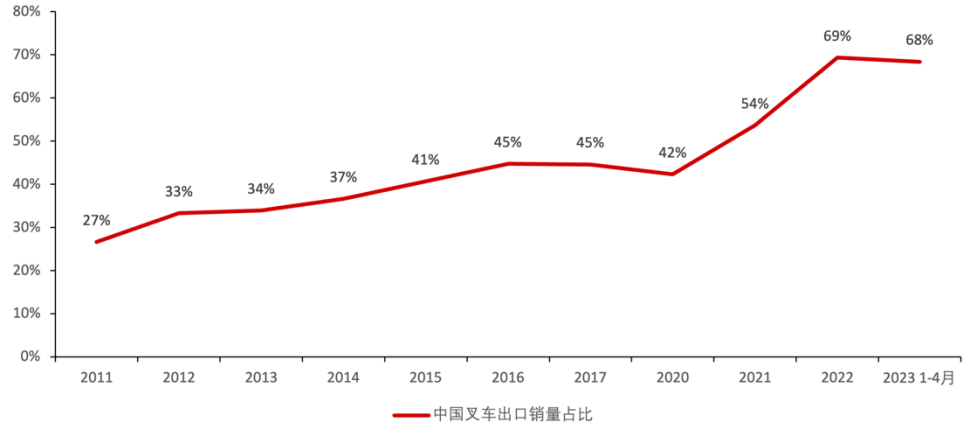
资料来源：浙商证券研究所外发报告《叉车国企龙头持续增长，具备全球竞争力——安徽合力深度报告》

根据预测结果，2025 年国产叉车销量约 142 万台。受叉车市场低价竞争、平衡重叉车电动化、人工板车替代、宏观经济上行周期等因素驱动，明后年叉车行业有望维持较高速度增长，2025 年国产叉车整车市场规模有望达到近 570 亿元。

2.2 叉车电动化是大势所趋，国产厂商国际影响力提升

行业出口景气，海外出口占比提升。2022年，中国叉车销量1047967台，同比下降5%，出口726891台，同比增长23%，2022年累计出口销量占比为69%。2023年1-4月，中国叉车出口占比略有下滑，但总体维持较高比例。

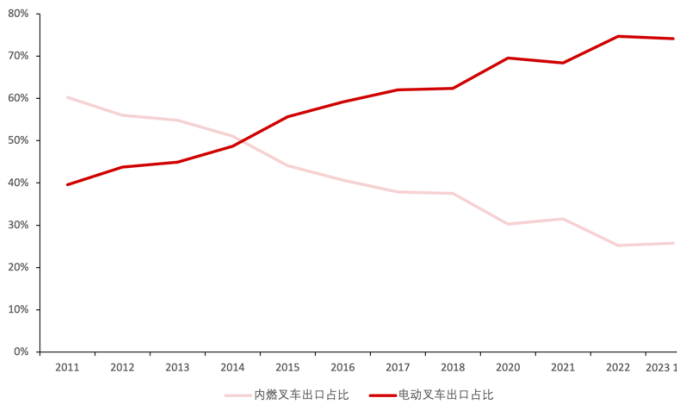
图14：2022年中国叉车累计出口销量占比为69%



资料来源：wind、浙商证券研究所（2018、2019两年数据不完整，未包含在图表中，但不影响整体趋势）

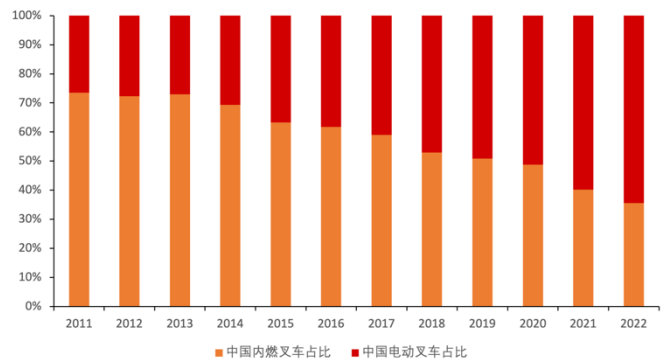
叉车电动化是大势所趋，电动叉车出口占比反超内燃叉车，2022年中国叉车电动化高达64%。电动叉车的电池分2种，铅酸电池、锂电池。2011-2023年（1-4月），内燃叉车出口占比呈现持续的下降趋势，从60%逐渐降至26%。相反，2011-2023年（1-4月），电动叉车出口占比呈现增长态势，从40%逐渐增至74%，反映出电动叉车在海外市场中的竞争力和需求增长。2011年至2022年间电动叉车销售量呈上升趋势，从83205辆增至674764辆，CAGR为21%，且电动叉车在中国市场的渗透率不断提高，从27%上升至64%。

图15：电动叉车出口占比反超内燃叉车



资料来源：wind、浙商证券研究所（2019年数据不完整，未包含在图表中，但不影响整体趋势）

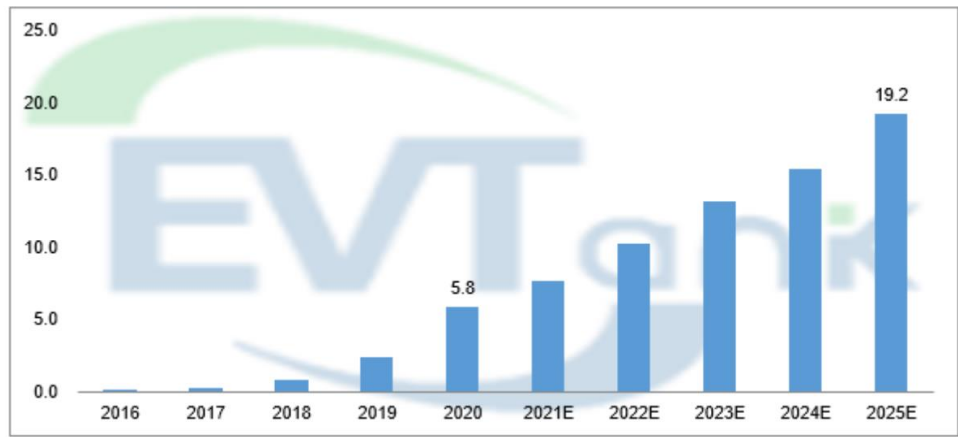
图16：2022年中国电动叉车渗透率高达64%



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

得益于锂电技术成熟和成本降低，叠加政策大力扶持，锂电叉车成为叉车电动化主力军。2020年我国电动叉车市场锂电叉车渗透率达到39.3%，较2019年增长了14.5个百分点。根据EVTank，2020年中国电动叉车用锂离子电池的装机量为5.8GWh，预计到2025年这一数字有望达到19.2GWh。

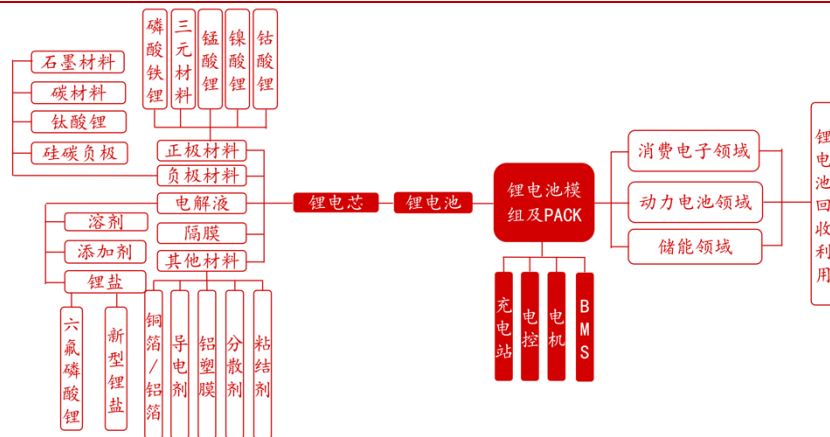
图17: 2020-2025年中国电动叉车锂电需求量 CAGR 达 27% (单位: GWh)



资料来源: EVTank, 依维智库, 浙商证券研究所

国内锂电产业链完备, 借助叉车电动化趋势, 锂电叉车出海助力国产叉车厂家提升国际影响力。国内叉车厂商敏锐捕捉到叉车电动化的行业趋势, 率先布局电动叉车业务, 且凭借中国全球领先的锂电产业链为其提供技术和成本支持, 迅速推动电动叉车锂电化进程。据中国工程机械工业协会工业车辆分会数据, 2022年我国锂电叉车销量 43.3 万台, 同比增长 30.2%, 其中, 内销 17.1 万台, 同比增长 13.1%; 出口 26.2 万台, 同比增长 44.3%, 出口销量同比增速跑赢内销。

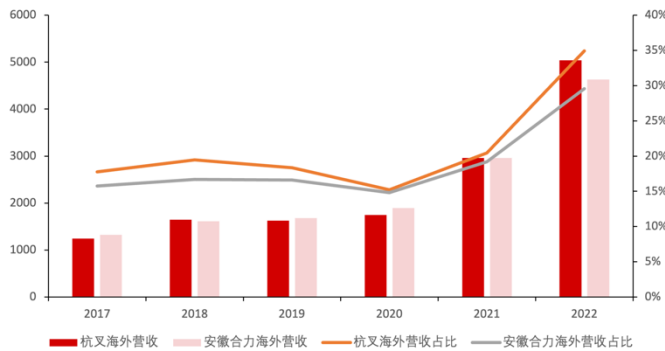
图18: 我国锂电产业链完备, 助力锂电叉车出海



资料来源: 新材料在线, 浙商证券研究所

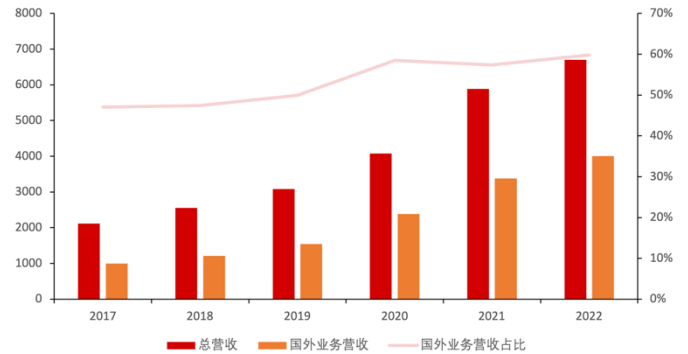
国内龙头加速布局海外市场, 诺力股份海外营收占比为 60%。2017-2022 年, 杭叉集团和安徽合力海外收入 CAGR 分别为 32%、29%。2022 年国内周期下行叠加海外市场需求旺盛, 海外市场成为工程机械企业主要业绩增长点, 杭叉集团、安徽合力海外营收同比增长 70%、57%, 海外营收占比分别提升至 35%、30%, 同比提升 15%、10%。2017-2022 年, 诺力股份海外收入 CAGR 为 32%, 与国内龙头企业持平。诺力股份优先布局海外市场, 2020 年海外营收占比为 58.5%, 2022 年占比达到 60%。

图19: 国内龙头加速海外布局



资料来源: wind、浙商证券研究所

图20: 诺力股份海外营收占比为 60%



资料来源: wind、浙商证券研究所

2.3 围绕大车战略，叉车电动化是重点发展方向

公司抓住工业车辆电动化的趋势，聚焦资源积极扩大大车产能。公司全力支持完善大车产品系列化、层次化研发，调整大车的海内外营销体系、优化并打造强大供应链体系、积极培养并引进高端人才等措施，积极实施大车战略，打造新的增长点。2022年，公司国内外大车[电动平衡重乘驾式叉车(第I类)、电动乘驾式仓储叉车(第II类)]订单快速增长，各业务订单屡创历史新高，大车销量增长超过60%。2023年第一季度一类车新签台量订单同比增长35%，二类车新签台量订单同比增长145%，大车战略稳步推进。

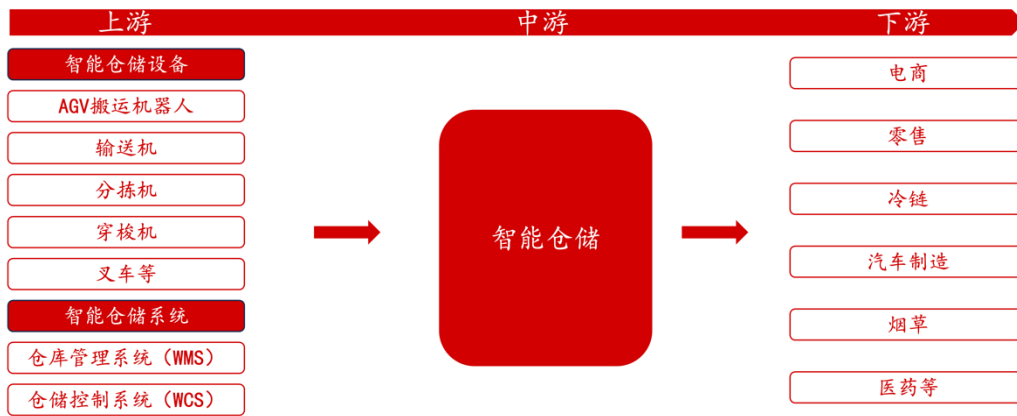
目前公司大车市占率不到4%，成长空间大。公司以轻小型叉车起家，轻小型仓储物流设备出口连续十多年维持国内第一，在全球市场已保持领先地位。未来公司装备板块将紧密围绕大车战略，发力一、二类车，夯实三类车，重点突破高压永磁、大吨位电车产品研发，打造明星产品。凭借完善海外渠道优势，叠加锂电叉车出海趋势，公司叉车业务增长可期。

3 物流系统：外延式拓展，向全领域内部物流解决方案龙头迈进

3.1 智能物流助力客户降本增效，下游应用广泛

智能物流系统下游应用行业广泛。智能物流系统上游主要为智能仓储设备和智能仓储系统，市场供给较为充足；中游是自身拥有核心设备和软件产品的解决方案提供商，能够根据行业应用特点设计建造智能物流系统；下游是应用智能物流系统的电商、零售、冷链、汽车制造、烟草、医药等众多行业。

图21: 智能物流系统上下游分布



资料来源: 中商情报网、浙商证券研究所

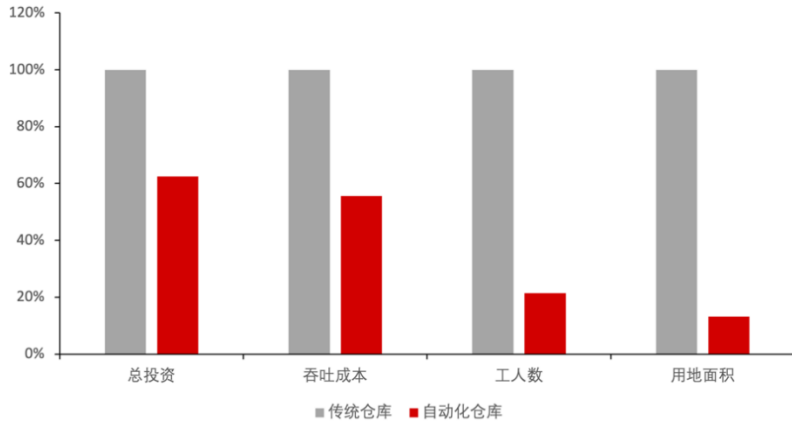
表2: 智能仓储下游应用

应用领域	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, 商品出货后直接送达终端消费者手中, 注重时效性, 仓储环节成本敏感, 降本增效需求高。
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, 原材料和产品种类多, 批号、有效期管理要求严格, 存货管理复杂, 难度较大。
烟草	中国烟草	烟草领域自动化水平较高, 货物储存量较大; 烟草实行专卖管理, 仓储物流各个环节要求可追溯性。
鞋服	安踏	鞋服行业的时效性要求较高; 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零售一级/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可能带来的损害。

资料来源: 中商情报网、浙商证券研究所

与传统仓储相比, 智能仓储的作用可以概括为降本和增效两方面。在降本方面, 传统仓储行业是典型的劳动密集型行业, 存在重复性较强, 体力劳动较多、工作环境较差、回报率较低等问题, 因此用工成本不断抬高。在智能仓储中, 通过智能机器可以代替约九成的人力, 大大节省人工成本。另外, 通过立体化仓库等手段, 可以充分利用垂直空间扩大单位面积储存量, 进一步提升仓储空间利用率, 相较传统仓储可以节约 87% 的用地面积。

图22: 智能仓储起到降本增效的作用



资料来源: AIoT、浙商证券研究所

在疫情和人工缺少的大环境下，仓储信息化的政策驱动，变得越发频繁。作为自动化和智能化的前提，信息化在如今的仓储渗透率仍不足 50%。所以，大力发展仓储信息化，将资产管理的设备引入仓储环境，是大势所趋。根据国务院办公厅印发的《“十四五”现代物流发展规划》，到 2025 年，基本建成供需适配、内外联通、安全高效、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，安全绿色发展水平大幅提高，现代物流发展制度环境更加完善。

表3: 2021-2022 年仓储自动化政策汇总

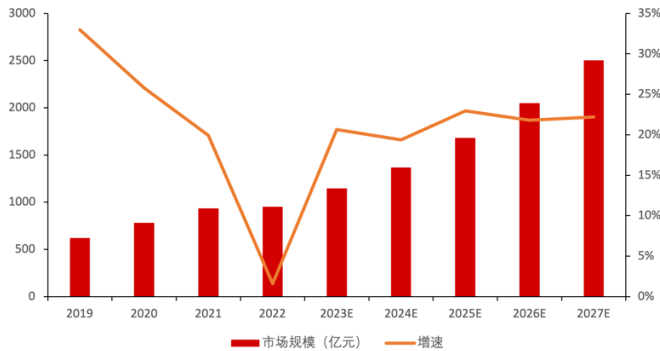
政策名称	发布日期	主要内容
《“5G+工业互联网”十个典型应用场景和五个重点行业实践》	2021.5	部署智能物流调度系统，结合 5G MEC+超宽带(UWB)室内高精度定位技术，可以实现物流终端控制、商品入库存储、搬运、分拣等作业全流程自动化智能化。
《5G 应用“扬帆”行动计划(2021-2023 年)》	2021.7	加强 5G 在园区、仓库、社区等场所的物流应用创新，推动 5G 在无人车快递运输、智能分拣、无人仓储、智能佩戴、智能识别等场景应用落地。
《国家智能制造标准体系建设指南(2021 版)》	2021.11	智能工厂标准主要包括智能工厂设计，工厂内物料状态标识与信息跟踪，作业分派与调度优化、仓储系统功能要求等智能仓储标准;物料分拣、配送路径规划与管理等智能配送标准。
《“十四五”智能制造发展规划》	2021.12	“智能制造装备创新发展行动”之“通用智能制造装备”，研发智能移动机器人，智能多层多向穿梭车智能大型立体仓库等智能物流装备。
《“十四五”机器人产业发展规划》	2021.12	重点推进机器人创新产品发展行动，推进面向半导体行业的自动搬运，智能移动机器人发展，推进 AGV、无人叉车，分拣、包装等工业机器人的研制及应用，拓展机器人产品系列，提升性能、质量和安全性，增加高端产品供给。
《交通领域科技创新中长期发展规划纲要(2021-2035 年)》	2022.1	研发应用智能仓储和快速装卸、智能分拣与投递等技术。
《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	2022.5	2022 年，中央财政安排 50 亿元左右择优支持中国性重点枢纽城市，提升枢纽的货物集散、仓储、中转运输、应急保障能力，引导加快推进多式联运融合发展，降低综合货运成本。
《关于印发“十四五”现代物流发展规划的通知》	2022.12	到 2025 年，基本建成供需适配、内外联通、安全高效、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，安全绿色发展水平大幅提高，现代物流发展制度环境更加完善。

资料来源: AIoT、浙商证券研究所

根据 AIoT, 预计到 2027 年, 全球仓储自动化市场将达 1000 亿美元的里程碑, 2022 年至 2027 年间的复合年增长率为 15%。预计 2023 年国内仓储自动化市场达到 1146 亿元, 约占全球市场 30%, 年复合增长率 21%, 高于全球增速。

随着下游行业的持续发展以及智能物流在各行业的渗透率提升, 特别是新能源锂电和光伏行业对仓库的需求高速增长, 各行业对智能化仓储的需求日益迫切。2021 年, 我国智能仓储市场规模达到 1146 亿, 2026 年将达到 2665 亿, 年复合增长率达到 18%。

图23: 2023 年国内仓储自动化市场规模预计达到 1146 亿



资料来源: AIoT、浙商证券研究所

图24: 2026 年我国智能仓储市场规模预计达到 2665 亿

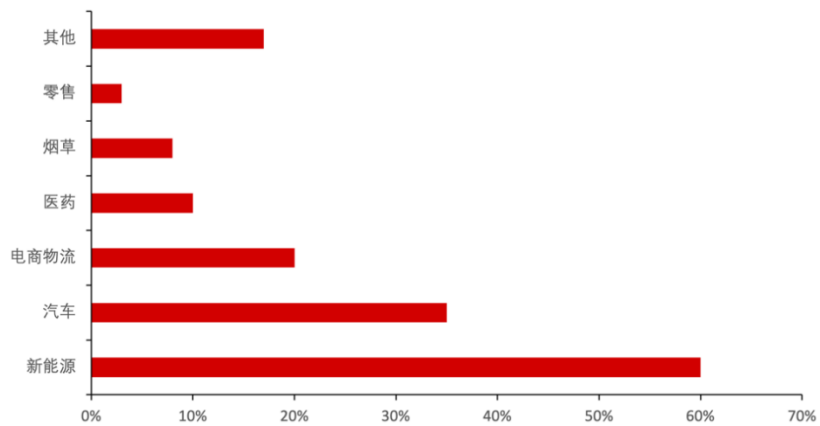


资料来源: AIoT、浙商证券研究所

新能源行业的飞速发展, 对仓储自动化需求旺盛, 仓储自动化在新能源行业应用增速达到 60%。新能源汽车是锂电池需求的大头, 消耗了全年锂电池产能的近七成。近年来, 电动车市场需求高景气, 2021 年各锂电池企业投资扩产项目多达 82 个, 投资金额累计超 6700 亿元。在锂电行业仓储环节中对于安全性的要求很高, 防止爆炸燃烧等特殊情况都需要严格把控, 来确保工作人员的安全、设备的安全。同时, 货物的安全重量跨度大, 人工搬运效率低的特性也对仓储自动化有迫切需求。

新能源汽车产业链厂商迫切需要通过实施车间物流改造, 提升企业的物料存储、物料流转及信息管理能力。汽车制造方面, 零部件具备产品种类与规格多、单个零件体积小、点检复杂、分类繁琐等特点, 生产企业往往在人工搬运、转移物料的过程中不可避免地产生错误, 导致企业经济损失。从生产车间到仓库之间的运输主要通过人工操作搬运, 运输效率, 难以满足自动化流水线的运转需求, 严重制约了企业精细化能力的提升。

图25: 新能源和汽车制造成为仓储自动化的主要应用场景



资料来源: AIoT、浙商证券研究所

3.2 内生外延齐发力，订单客户两手抓

公司全资收购了前景广阔、竞争力强的中鼎集成和法国 SAVOYE，实现外延式发展：

1) 中鼎集成成立于 2009 年，在物流领域的专业知识和经验使其在智能物流系统集成领域独具优势。通过自主研发的核心设备，他们能够提供高效、智能的物流解决方案，满足客户对物流系统的需求。在 2019 年成为诺力股份的全资子公司后，诺力股份在高工机器人产业研究所的评选中荣登 2020 年中国物流仓储系统集成商竞争力排行榜中获得了第一的荣誉地位。

中鼎集成是国内最大的堆垛机供应商。中鼎集成最初即以堆垛机、输送设备的生产制造起家，而堆垛机正是智能仓储的关键设备之一。中鼎集成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。中鼎集成研制的超高、超重、超大的巷道堆垛机，已做到行业第一位，是国内最大的堆垛机供应商。

表4: 中鼎集成主要客户

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

资料来源: 公司公告，浙商证券研究所

2) Savoye 是一家总部位于法国的全球物流解决方案提供商。自 1947 年成立以来，Savoye 以其创新的技术和卓越的服务赢得了全球范围内的声誉，2019 年成为公司全资子公司，2021 年被行业权威机构美国《现代物料搬运》杂志评选为全球 20 大物流系统集成商。

表5：2020年度中国物流仓储系统集成商诺力股份竞争力排名第一

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
11	科捷智能	77.5
12	普罗格	77
13	中科微至	76.5
13 (并列)	德马科技	76.5
14	伍强科技	76
15	安吉智能	75
16	中集天达	74.5
17	上海宝开	73
18	瑞晟智能	72.5
18 (并列)	世仓智能	72.5
19	罗伯泰克	72
20	江苏高科	71.5
20 (并列)	江苏六维	71.5
20 (并列)	江苏华章	71.5

资料来源：高工机器人研究所、浙商证券研究所

法国 SAVOYE 的智慧仓储物流系统解决方案行业领先，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。两者作为诺力股份的全资子公司，中鼎集成能够确保不同设备之间的兼容性，提高系统的稳定性和运转效率。同时，自产核心设备还能够有效缩短项目的设计、施工和调试周期，并提升公司的售后服务和维护能力。

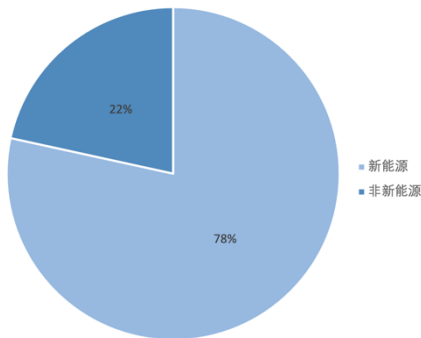
表6: 法国 SAVOYE 主要客户

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、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、Würth (伍尔特)
电商	VENTEPRIVEE、Foto Vista、Next Solutions

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

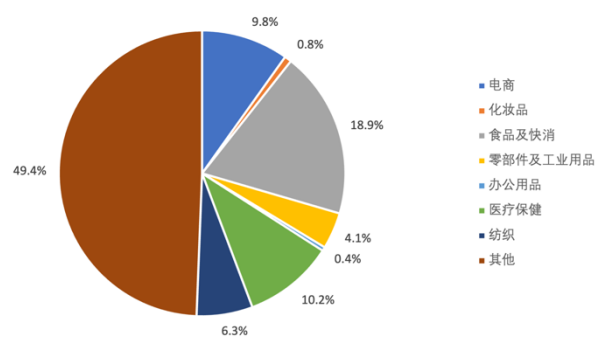
智慧物流集成业务市场需求旺盛, 公司营收创历史新高, 新签订单达 45 亿(不含税), 维持高位。2022 年, 中鼎集成营业收入达到 17 亿元, 同比增幅达到 30%, 新增订单 24.1 亿; 虽然受俄乌战争的影响, 供应链受限和原材料成本高企, 法国 SAVOYE 公司实现营收 15 亿, 继续良好的发展态势, 新增订单 17.5 亿元, 在手订单 11.4 亿元。2023 第一季度, 智慧物流集成系统业务板块营业收入为 9.4 亿元, 净利润同比增长 2053%。其中, 中鼎集成营业收入 5.5 亿元, 净利润为 3522 万元, 净利润同比增长 137%。

图26: 2022 年中鼎集成新能源在手订单高达 78%



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图27: 2022 年法国 SAVOYE 在手订单分布



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

公司高度重视数字化建设, 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; 首次召开集团信息化年度规划会议, 规划公司数字化未来方向。

图28: 数字化转型加快发展, 数字诺力进一步成型



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

1) 智能制造装备:

2022年, 中国叉车销量1047967台, 同比下降4.7%, 公司智能制造装备业务在行业景气度下行背景下, 仍维持18%的高增速水平。订单方面, 2022年, 公司国内外大车[电动平衡重乘驾式叉车(第I类)、电动乘驾式仓储叉车(第II类)]订单快速增长, 各业务订单屡创历史新高, 大车销量增长超过60%。

预计公司2023-2025年智能制造装备业务营收增速分别达11%、21%、12%, 毛利率分别为21.8%、21.8%、22.1%。

表7: 公司智能制造装备业务盈利预测

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
营业收入(亿元)	19.7	28.6	33.8	37.6	45.4	51.0
YOY	8%	45%	18%	11%	21%	12%
营收占比	48%	49%	50%	47%	48%	48%
毛利率	-	17%	19.7%	21.8%	21.8%	22.1%
毛利润(亿元)	-	4.9	6.7	8.2	9.9	11.3

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2) 智能物流系统:

根据公司公告, 截至2022年12月31日, 公司智慧物流系统业务在手订单64.6亿(不含税)。2022年度公司智慧物流系统业务新签订单45亿(不含税)。目前, 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。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, 2022年新签订单高达17.5亿, 创历史新高。

预计公司2023-2025年智能物流系统业务营收增速分别达27%、17%、12%, 毛利率分别为22.5%、23.0%、23.5%。

表8: 公司智能物流系统业务盈利预测

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
营业收入 (亿元)	20.9	30.0	33.0	41.9	49.0	55.0
YOY	67%	44%	10%	27%	17%	12%
营收占比	51%	51%	49%	53%	52%	52%
毛利率	-	21%	20.2%	22.5%	23.0%	23.5%
毛利润 (亿元)	-	6.3	6.7	9.4	11.3	12.9

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

综上, 预计公司 2023-2025 年实现营收 79.5、94.5、106.1 亿元, 同比增长 19.0%、18.8%、12.3%; 实现毛利率 22.1%、22.4%、22.8%。

4.2 估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别达 79.5、94.5、106.1 亿元, 同比增长 18.7%、18.8%、12.3%; 归母净利润分别达 5.2、6.6、7.8 亿元, 同比增长 28.0%、28.8%、17.0%。

我们选取叉车行业龙头杭叉集团、安徽合力, 智能仓储物流系统龙头今天国际、兰剑智能作为可比公司。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表9: 可比公司估值表

日期: 2023/7/7				EPS				PE				PB	ROE
代码	公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	(2022)	(2022)
603298	杭叉集团	23.2	217.1	1.1	1.4	1.6	1.9	20	17	14	12	2.5	16.6
600761	安徽合力	21.2	157.1	1.2	1.6	2.0	2.4	17	13	11	9	1.6	14.4
300532	今天国际	20.1	62.4	0.8	1.2	1.8	2.6	24	16	11	8	3.3	20.1
688557	兰剑智能	36.9	26.8	1.3	1.9	2.4	3.2	30	20	15	12	2.6	9.4
均值								23	17	13	10	2	15
603611	诺力股份	26.4	67.9	1.6	2.0	2.6	3.0	17	13	10	9	1.9	18.2

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (除诺力股份外, 其余均为 wind 一致预期)

5 风险提示

1) 原材料价格波动风险

钢材、核心零部件价格波动, 影响公司毛利率, 导致业绩面临波动风险。

2) 市场竞争加剧风险

市场竞争激烈可能导致价格战以及市场份额和客户的流失风险。

3) 出口条件恶化风险

受国际关系、汇率波动, 导致产品出口受阻, 地区竞争格局恶化, 出口收入增速不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,175	8,219	9,851	11,834
现金	1,304	1,342	1,992	2,757
交易性金融资产	38	83	58	83
应收账款	1,247	2,183	2,353	2,839
其它应收款	104	90	133	130
预付账款	184	211	249	278
存货	3,362	3,843	4,507	5,137
其他	936	467	558	611
非流动资产	1,830	1,838	1,854	1,856
金融资产类	228	228	228	228
长期投资	11	1	1	1
固定资产	544	523	497	477
无形资产	189	192	192	191
在建工程	26	27	27	28
其他	832	867	910	931
资产总计	9,004	10,057	11,705	13,690
流动负债	5,999	6,688	7,685	8,906
短期借款	406	352	297	261
应付款项	2,535	2,673	2,921	3,540
预收账款	0	0	0	0
其他	3,058	3,664	4,466	5,106
非流动负债	637	617	597	577
长期借款	399	379	359	339
其他	237	237	237	237
负债合计	6,635	7,305	8,281	9,483
少数股东权益	21	16	10	2
归属母公司股东权	2,348	2,736	3,414	4,205
负债和股东权益	9,004	10,057	11,705	13,690

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	520	470	869	994
净利润	385	510	657	769
折旧摊销	145	99	104	107
财务费用	-1	30	26	22
投资损失	23	8	-3	-11
营运资金变动	-80	-256	2	20
其它	48	80	83	86
投资活动现金流	-72	-186	-119	-150
资本支出	-117	-139	-126	-115
长期投资	10	-35	8	-42
其他	35	-12	-1	7
筹资活动现金流	-201	-246	-100	-79
短期借款	-1	-54	-54	-37
长期借款	-19	-20	-20	-20
其他	-180	-172	-26	-22
现金净增加额	278	38	650	765

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,702	7,954	9,450	10,613
营业成本	5,346	6,193	7,334	8,190
营业税金及附加	32	40	47	53
营业费用	276	342	397	456
管理费用	323	390	465	526
研发费用	259	318	394	461
财务费用	-32	11	6	-8
资产减值损失	-33	-31	-34	-36
公允价值变动损益	7	-5	-5	-5
投资净收益	-23	-8	3	11
其他经营收益	30	24	40	42
营业利润	457	601	771	905
营业外收支	-6	-4	-5	-6
利润总额	451	597	766	900
所得税	67	87	110	131
净利润	385	510	657	769
少数股东损益	-18	-5	-7	-8
归属母公司净利润	402	515	663	776
EBITDA	603	834	996	1,115
EPS (最新摊薄)	1.56	2.00	2.57	3.01

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	13.85%	18.68%	18.80%	12.31%
营业利润	33.59%	31.37%	28.35%	17.44%
归属母公司净利润	33.97%	28.01%	28.84%	17.02%
获利能力				
毛利率	20.24%	22.14%	22.39%	22.82%
净利率	6.00%	6.47%	7.02%	7.31%
ROE	17.13%	18.82%	19.43%	18.46%
ROIC	11.84%	17.45%	18.23%	17.49%
偿债能力				
资产负债率	73.69%	72.63%	70.75%	69.27%
净负债比率	280.09%	265.43%	241.88%	225.39%
流动比率	1.20	1.23	1.28	1.33
速动比率	0.54	0.55	0.59	0.65
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.83	0.87	0.84
应收账款周转率	5.58	5.63	5.76	5.67
应付账款周转率	3.42	3.55	3.63	3.53
每股指标(元)				
每股收益	1.56	2.00	2.57	3.01
每股经营现金	2.02	1.82	3.37	3.86
每股净资产	9.11	10.62	13.25	16.33
估值比率				
P/E	16.87	13.18	10.23	8.74
P/B	2.89	2.48	1.99	1.61
EV/EBITDA	6.54	7.54	5.59	4.25

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>