

## 仓储物流朝阳产业，技术领先竞逐龙头

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) **市场驱动+政策刺激，智能物流行业方兴未艾:** 国内智能物流市场规模近 2000 亿，其中智能仓储市场规模超 1000 亿，降本增效优势+政策引导将刺激智能物流市场需求持续增长。2) **打造核心技术壁垒，聚焦高端市场，盈利能力领先行业:** 公司在智能物流软件和硬件两大领域具备核心竞争力，凭借研发创新及定制化能力聚焦高端市场、头部客户，毛利率领先行业 10 个百分点。3) **新兴+传统行业双轮驱动，订单持续增长，产能扩张打破成长桎梏:** 2021 年底在手订单 9.8 亿元，同比增长 76.7%，超级工厂将于 2022 年投产，共同支撑公司高速增长。
- **市场驱动+政策刺激，智能物流行业方兴未艾，龙头企业仍在培育中。** 2020 年，中国智能物流市场规模约 1800 亿，其中智能仓储市场规模超过 1000 亿。随着人力成本持续上升、企业规模不断做大，客户对于降低成本、提高效率的智能物流系统需求不断攀升，政府亦密集出台政策引导行业发展，智能物流市场规模将继续高速增长。海外品牌具备先发优势，在全球及国内竞争力强，市占率高；国内企业凭借本土市场培育+性价比+服务响应及时等优势，逐渐崛起，目前正处于充分竞争阶段，龙头企业仍在培育中。
- **打造核心技术壁垒，聚焦高端市场，盈利能力领先行业。** 公司高度重视研发创新，研发人员占比近 30%，近 5 年研发费用率高达 8.6%，在智能物流软件技术及智能机器人等硬件设备方面具备核心竞争力。凭借强大的研发创新及定制化能力，公司聚焦于高端市场，主要客户包括中国烟草、宝洁等，项目毛利率高于国内同行 10 个百分点，且是少数能出口成套高端物流装备到海外发达国家的中国品牌，有望凭借技术优势成长为行业龙头。
- **新兴+传统行业双轮驱动，订单持续增长，产能扩张打破成长桎梏。** 2021 年重磅拓展新能源行业，与宁德时代签订 2.2 亿订单；此外，公司积极对机场、汽车等传统行业进行技术攻关，打造新兴+传统行业双轮驱动发展格局。2021 年公司新签订单 10.3 亿元，年底在手订单 9.8 亿元，同比增长 76.7%。超级未来工厂将于 2022 年投产，可支撑公司 20 亿订单规模，且成本控制进一步加强。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.2、1.7、2.4 亿元，未来三年归母净利润复合增长率为 42.9%，给予公司 2023 年 25 倍 PE，目标价 59.25 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新签订单下滑风险，技术与产品落后风险，行业竞争加剧风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	603.89	875.52	1209.44	1642.79
增长率	33.66%	44.98%	38.14%	35.83%
归属母公司净利润 (百万元)	80.50	121.30	172.21	235.08
增长率	-3.87%	50.67%	41.98%	36.50%
每股收益 EPS (元)	1.11	1.67	2.37	3.23
净资产收益率 ROE	8.67%	11.74%	14.58%	17.01%
PE	32	21	15	11
PB	2.74	2.46	2.16	1.84

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙  
执业证号: S1250521050002  
电话: 021-58351893  
邮箱: tgl@swsc.com.cn  
联系人: 王宁  
电话: 021-58351893  
邮箱: wn@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	0.73
流通 A 股(亿股)	0.43
52 周内股价区间(元)	24.00-42.68
总市值(亿元)	25.75
总资产(亿元)	14.71
每股净资产(元)	16.23

### 相关研究

## 目 录

<b>1 智能物流系统领航者，盈利能力领先行业</b> .....	<b>1</b>
1.1 深耕智能物流领域，提供整体解决方案.....	1
1.2 规模持续扩张，盈利能力领先行业.....	2
1.3 核心员工持股，激发经营活力.....	4
<b>2 降本增效激发智能物流需求，百舸争流竞逐龙头</b> .....	<b>5</b>
2.1 降本增效催生市场需求，政策密集出台促进智能物流应用.....	5
2.2 智能物流两千亿市场，新能源等新兴行业需求强劲.....	8
2.3 海外品牌具备先发优势，国内企业逐渐崛起.....	11
<b>3 研发拓宽护城河，聚焦高端市场，龙头潜质初现</b> .....	<b>13</b>
3.1 软硬件一体化发展，打造核心技术壁垒.....	13
3.2 聚焦高端市场，新兴+传统行业双轮驱动.....	15
3.3 创新服务模式，智能物流服务领域大有可为.....	17
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>18</b>
4.1 盈利预测.....	18
4.2 相对估值.....	19
<b>5 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图 目 录

图 1: 公司深耕智能物流行业 30 年, 具备多行业整体解决方案提供能力	1
图 2: 公司业务覆盖智能仓储物流系统全产业链	2
图 3: 2021 年, 智能物流系统集成收入占比 88%	2
图 4: 智能物流系统集成毛利率稳定在 30-40%之间	2
图 5: 近年来, 公司收入规模持续增长	3
图 6: 2021 年归母净利润略有下降	3
图 7: 2021 年公司毛利率和净利率下降, 仍领先行业	3
图 8: 公司期间费用率稳中有降	3
图 9: 实际控制人吴耀华合计持有公司 35.9%股权	4
图 10: 智能物流系统位于行业中游, 下游应用行业广泛	5
图 11: 我国劳动人口数量及占比双降, 老龄化程度逐渐加深	6
图 12: 制造业就业人员平均工资持续增长	7
图 13: 物流运输业平均工资持续增长	7
图 14: 大型企业年收入规模稳步增长	7
图 15: 中型企业年收入规模稳中有升	7
图 16: 国家政策密集出台, 促进智能物流行业发展	8
图 17: 国内自动化物流装备市场规模近 2000 亿元	9
图 18: 国内智能仓储市场规模超 1000 亿元	9
图 19: 商业仓储下游应用行业广泛	10
图 20: 近年来, 我国卷烟产量稳中有升	10
图 21: 我国医药商品销售总额稳步增长	10
图 22: 我国社会消费品零售规模保持增长趋势	10
图 23: 我国规模以上快递业务量增长迅猛	10
图 24: 快递业务平均单价不断下滑	10
图 25: 我国新能源汽车渗透率快速提升	11
图 26: 近年来, 我国动力锂电池产量高速增长	11
图 27: 2021 年公司研发费用率为 10.2%	14
图 28: 公司研发人员数量占比近 30%	14
图 29: 公司自研自产的全品类高端智能物流机器人装备	15
图 30: 以数字孪生为核心的物流软件系统突破物流边界	15
图 31: 聚焦于高端市场、头部企业, 项目经验丰富	16
图 32: 公司在手订单快速增长	17
图 33: 兰剑智能“超级未来工厂”已完成主体建设	17
图 34: 公司创新性开发代运营服务	18

## 表 目 录

表 1: 公司管理层及核心技术人员持股情况 .....	4
表 2: 智能仓储物流降本增效优势明显 .....	6
表 3: 2021 年物流系统集成商全球 20 强均为海外企业 .....	11
表 4: 国内智能物流企业规模较小, 成长较快 .....	12
表 5: 公司管理团队即为核心技术人员 .....	13
表 6: 托盘级密集仓储拣选一体化系统关键指标对比 .....	15
表 7: 料箱级密集仓储拣选一体化系统关键指标对比 .....	15
表 8: 分业务收入及毛利率 .....	19
表 9: 可比公司估值 (截至 2022 年 8 月 12 日) .....	19
附表: 财务预测与估值 .....	21

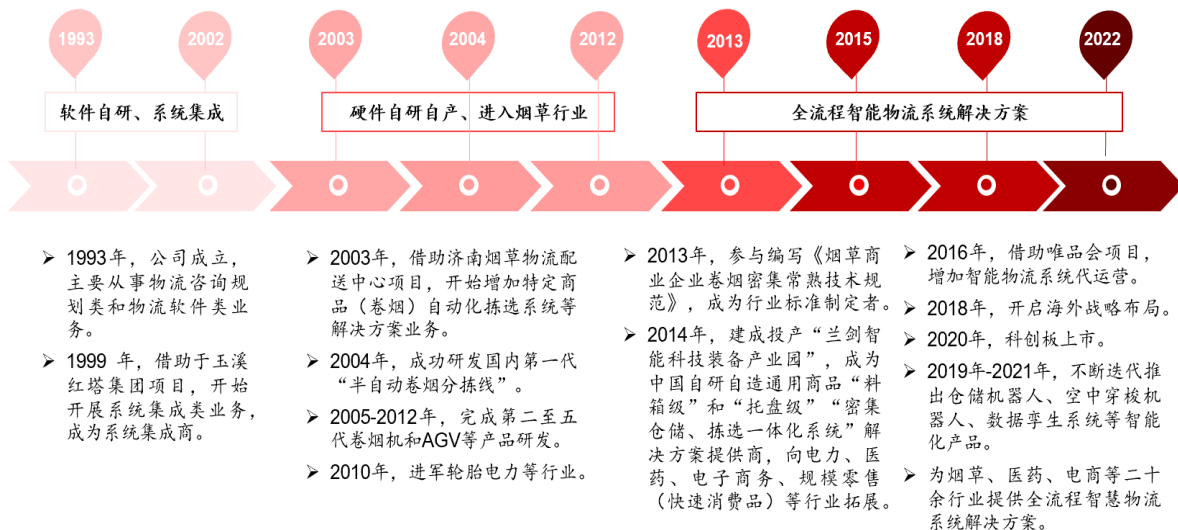
# 1 智能物流系统领航者，盈利能力领先行业

## 1.1 深耕智能物流领域，提供整体解决方案

深耕智能物流领域 30 年，兰剑智能已成为国内智能物流系统领先提供商。公司成立于 1993 年，始终专注于智能物流领域，其发展历程可划分为三大阶段：

- 1) **1993-2002 年：软件自研，系统集成。**公司成立之初，主要借助人才优势从事物流咨询和物流软件开发业务；1997 年，凭借自主研发的三维建模仿真技术，成功转型成为物流系统集成商。
- 2) **2003-2012 年：硬件自研自产，进入烟草行业。**2003 年，公司开始进行仓储物流自动化硬件设备的自主研发及组装生产，成为打通软硬件两大领域的物流系统集成商；同年，公司进入烟草行业，实现卷烟自动开箱、自动补货、自动拣选、自动包装、自动打码贴标等自动化作业流程。
- 3) **2013 年-至今：积极拓展下游行业，提供全流程智能物流系统解决方案。**2014 年，公司建成投产“兰剑智能科技装备产业园”，利用自研自造的料箱级和托盘级密集仓储拣选一体化系统逐步向医药、电力、电子商务、规模零售、军工、汽车等行业扩展，实现立体空间内的仓储拣选智能化作业。2016 年，推出智能仓储物流系统代运营新模式，至此公司可为客户提供前端技术咨询、中端智能物流系统建设、后端售后维护、代运营等全流程解决方案；2020 年，公司在上交所科创板上市，缓解融资约束，进入发展新阶段。

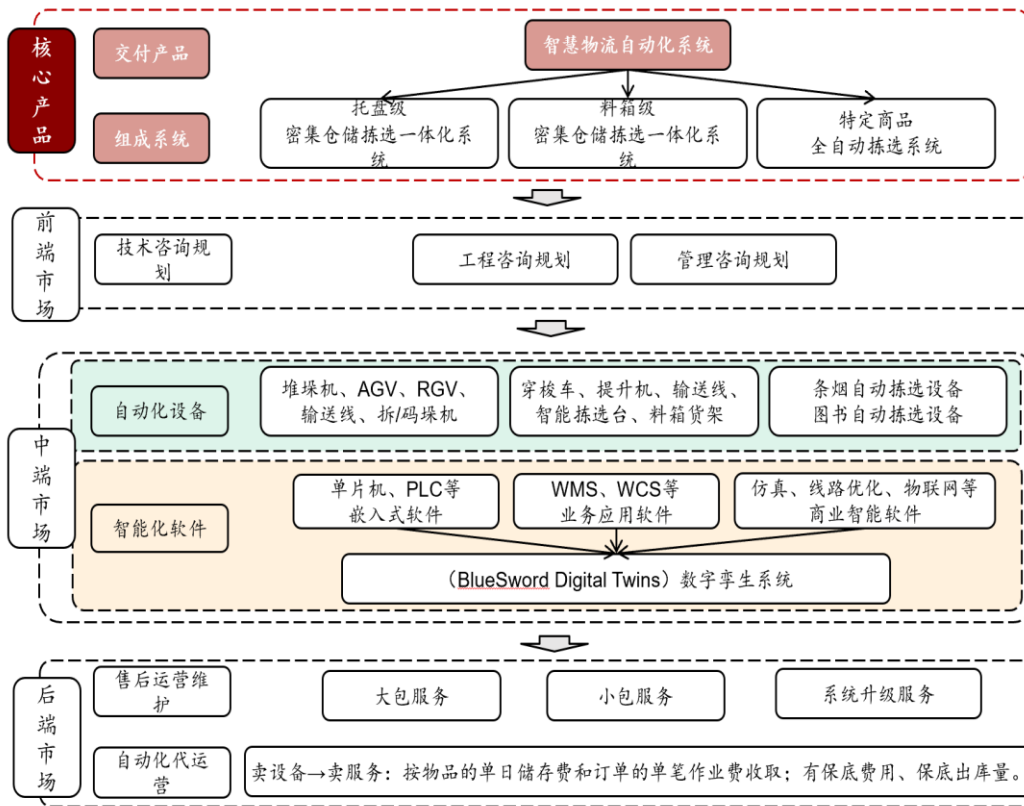
图 1：公司深耕智能物流行业 30 年，具备多行业整体解决方案提供能力



数据来源：公司官网，西南证券整理

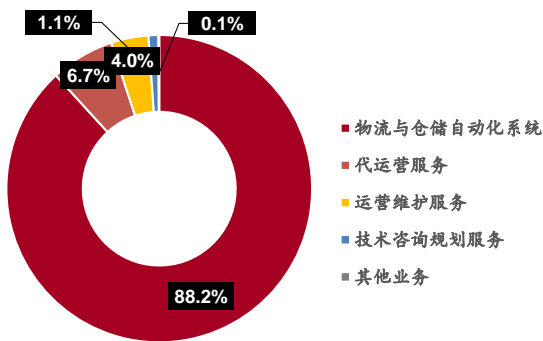
专注于智能物流领域，中端业务智能物流系统集成占比近 90%。2021 年，公司智能物流领域收入占比超过 99%；其中，中端智能物流系统集成收入占比为 88.2%，毛利率为 31.4%；后端代运营及售后维护收入占比分别为 6.7%和 4.0%，毛利率分别为 52.2%和 58.1%；前端技术咨询规划服务收入占比 1.1%，毛利率为 90.9%。

图 2：公司业务覆盖智能仓储物流系统全产业链



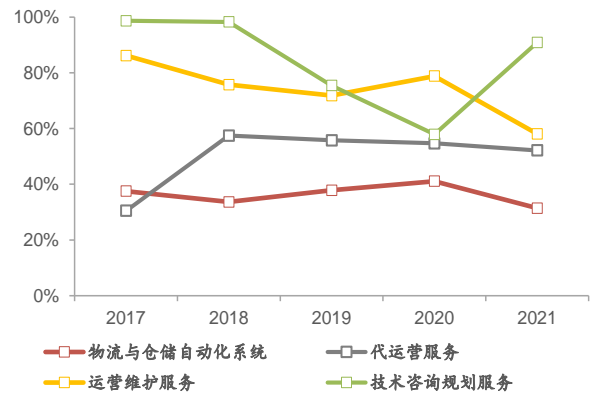
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 3：2021 年，智能物流系统集成收入占比 88%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：智能物流系统集成毛利率稳定在 30-40%之间

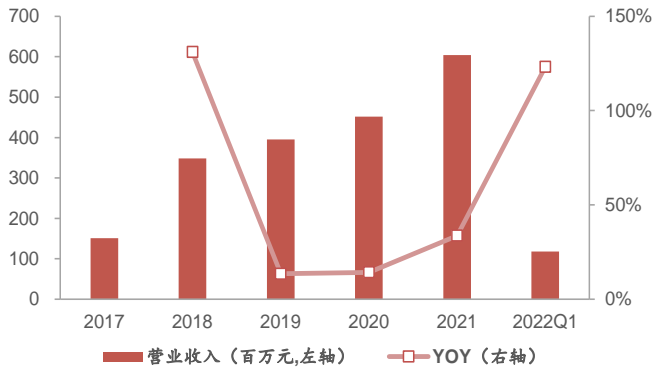


数据来源：Wind，西南证券整理

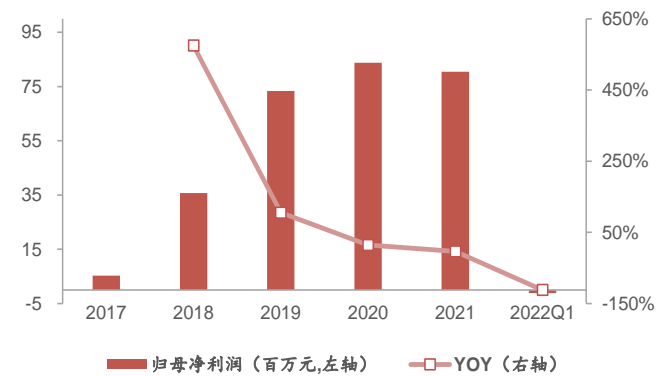
## 1.2 规模持续扩张，盈利能力领先行业

营业收入快速增长，在手订单充足。2021 年公司实现营收 6.0 亿元，同比增长 33.7%，2019-2021 年 3 年间 CAGR 为 20.1%；2021 年公司归母净利润为 0.8 亿元，同比微降 3.9%，2019-2021 年 3 年间 CAGR 为 31.1%。2022 年一季度公司营收 1.2 亿元，同比增长 123.1%；

归母净利润亏损 116.4 万元；公司业绩具备明显的季节波动，通常情况下，下半年收入占比接近 70%，因此，上半年利润数据表现通常较差。下游需求旺盛，截止 2021 年底，公司在手订单 9.8 亿元，规模将继续扩张，随着原材料价格企稳甚至下降，公司利润端也将快速增长。

**图 5：近年来，公司收入规模持续增长**


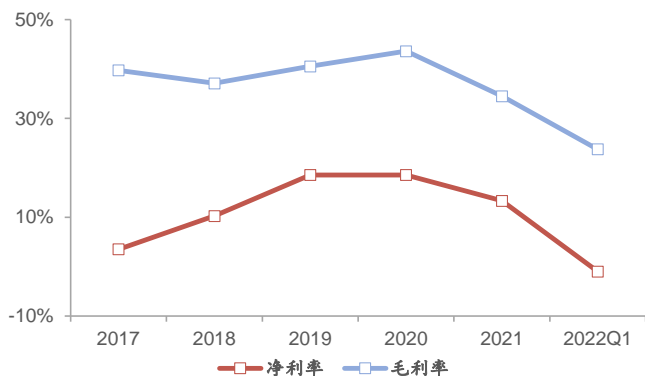
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 6：2021 年归母净利润略有下降**


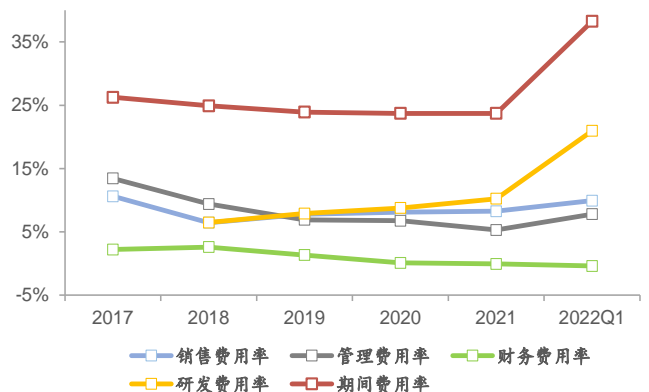
数据来源：Wind，西南证券整理

定位于高端市场，公司毛利率及净利率水平领先行业。纵向来看，公司毛利率及净利率呈现先升后降走势，毛利率波动主要系原材料价格波动及下游应用行业结构变化。2021 年毛利率为 34.5%，同比下降 9.1 个百分点，主要系原材料价格涨幅较大及新能源行业收入占比提高；2021 年净利率为 13.3%，同比下降 5.2 个百分点；考虑到目前原材料价格相对稳定、公司订单规模扩大、议价能力提升等因素，未来毛利率和净利率有望稳中有升。横向来看，由于公司主要聚焦于高端市场，近三年毛利率及净利率水平大幅领先于国内同行。

规模效应显现，期间费用率稳中有降。2021 年公司期间费用率为 23.7%，同比持平。细分来看，2021 年公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 8.3%、5.3%、-0.1% 和 10.2%，销售和研发费用率分别同比增长 0.2 和 1.4 个百分点，管理和财务费用率同比下降 1.5 和 0.2 个百分点。随着公司规模持续扩大，以及管理能力逐步提升，期间费用率仍有下降空间。

**图 7：2021 年公司毛利率和净利率下降，仍领先行业**


数据来源：Wind，西南证券整理

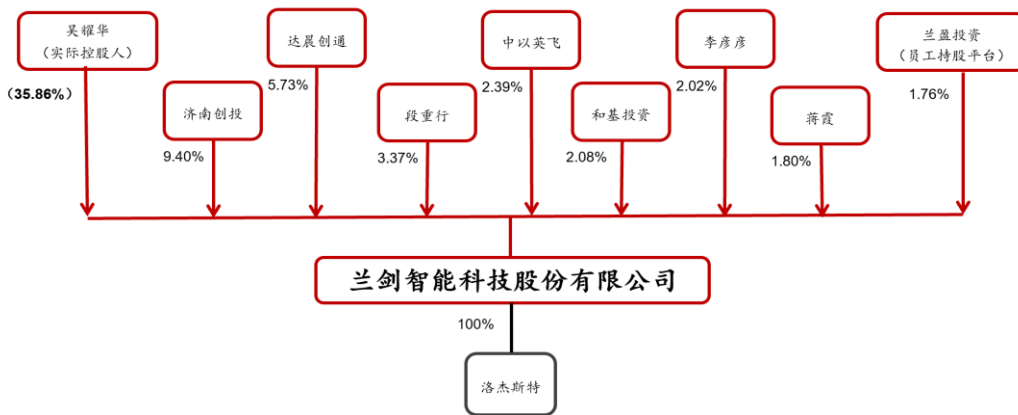
**图 8：公司期间费用率稳中有降**


数据来源：Wind，西南证券整理

### 1.3 核心员工持股，激发经营活力

公司股权结构清晰稳定，管理层及核心员工持股，激发经营活力。公司控股股东及实际控制人为吴耀华，直接持有公司 35.9% 的股份，此外，吴耀华的母亲段重行直接持有公司 3.4% 股权。2018 年，公司通过设立员工持股平台——兰盈投资，对 31 名管理层及核心技术员工实施股权激励，兰盈投资共持有公司 1.8% 股权。此外，公司总经理张小艺直接持有公司 1.2% 股权，通过兰盈投资间接持有公司 0.9% 股权，合计持有公司 2.1% 股权；副总经理蒋霞直接持有公司 1.8% 股权。管理层及核心员工持股有利于绑定公司利益与员工利益，有利于激发公司经营活力。

图 9：实际控制人吴耀华合计持有公司 35.9% 股权



数据来源：wind，西南证券整理

表 1：公司管理层及核心技术人员持股情况

姓名	职位	合计持股权
吴耀华	董事长、核心技术人员	35.86%
张小艺	董事、总经理、核心技术人员	2.07%
蒋霞	董事、副总经理、核心技术人员	1.80%
董新军	董事会秘书、财务总监	0.15%
张贻弓	核心技术人员	0.28%
沈长鹏	核心技术人员	0.41%
徐光运	核心技术人员	0.11%
其他核心员工	-	0.62%

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 降本增效激发智能物流需求，百舸争流竞逐龙头

### 2.1 降本增效催生市场需求，政策密集出台促进智能物流应用

智能物流系统位于行业中游，下游应用行业广泛。智能物流系统上游主要为托盘、辊筒、光电开关、支腿框架等单机和零部件，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物流自动化系统；下游是应用物流自动化系统的新能源、烟草、医药、电子商务、汽车、规模零售等众多行业。

图 10：智能物流系统位于行业中游，下游应用行业广泛



数据来源：招股书，公司公告，西南证券整理

智能物流降本增效优势明显，主要应用于工业生产与商业流通领域。智能物流自动化系统主要用于物品的拆/码垛、输送、搬运、存储、拣选、包装等作业，具有节约用地、减少劳动需求、减轻劳动强度、提高物流效率、减少货物损坏或遗失、降低货物拣选差错率、提高仓储管理水平、减少流动资金积压等诸多优势。目前，智能物流主要应用于工业生产和商业流通两大领域。

- 商业流通端：**电商销售模式的快速兴起，使商品流通渠道发生巨大变革，各类电商通过降低成本，提升效率的方式迅速侵蚀传统流通渠道的市场，自动化物流设备是电商、快递业的刚性选择。
- 工业生产端：**随着高端制造业的发展、生产流通规模化、集约化程度持续提高以及供应链的柔性化发展，物资的储存量、品种数、出入库的频率不断增加，物资仓储复杂程度提高。传统的人工或机械物流管理和输送方式将难以满足企业仓储物流的需求，成为制约企业发展壮大的瓶颈。自动化物流系统可以有效提高企业物资管理水平，满足企业更高的仓储物流需求，已逐渐成为大多数企业生产管理不可缺少的重要组成部分。

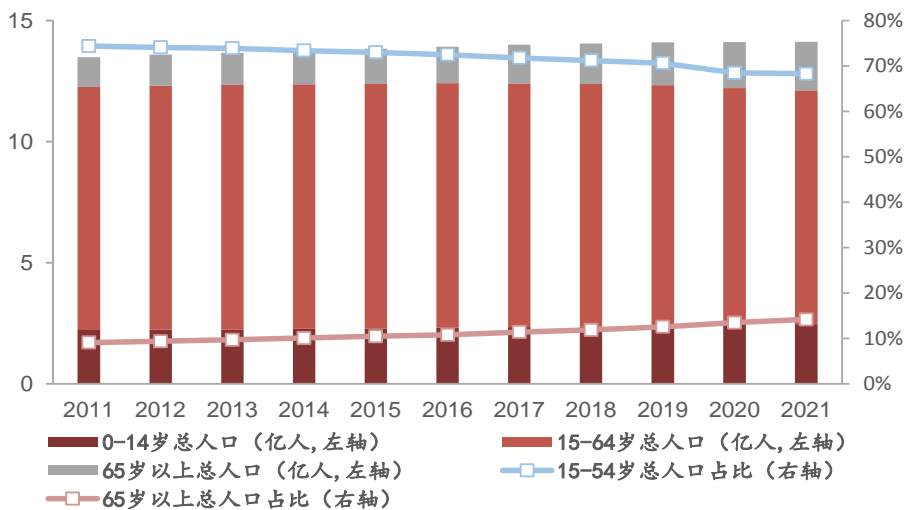
**表 2：智能仓储物流降本增效优势明显**

对比项目	智能仓储物流	传统仓储物流
空间利用率	高层货架，充分利用仓库的垂直空间，空间利用率高	低层货架，需占用大面积土地，空间利用率低
存储量	高层货架及密集存储，货物存储量倍数增加	低层货架，货物存储量较少
存储形态	动态存储，货物在仓库内能够按需要自动存取	静态存储，只是货物存储的场所，需人工进行拣选及存取
作业效率	货物在仓库内按需要自动快速存取	主要依靠人力，货物存取速度慢
人工成本	减少人员数量，可以大幅节约 80% 人力成本	人员需求量大，人工成本高
环境要求	能适应黑暗、低温、有毒等特殊环境的要求	受黑暗、低温、有毒等特殊环境影响很大

数据来源：RFID 世界网，公司公告，西南证券整理

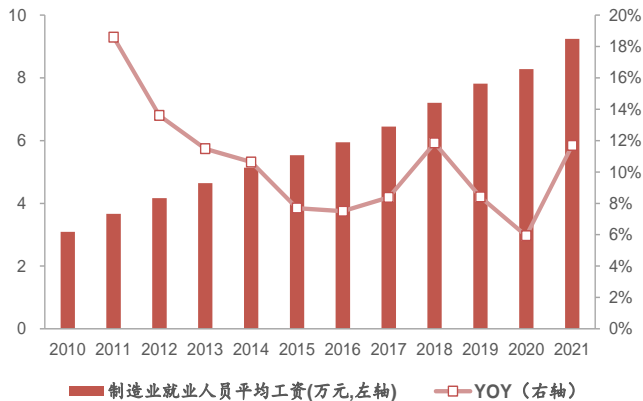
### (1) 从成本端来看：

我国老龄化程度逐渐加深，劳动力人口占比下降。根据国家统计局数据，中国 15-64 岁劳动年龄人口比重自 2011 年开始下降，由 2011 年的 74.4% 下降到 2021 年的 68.3%；绝对数量也自 2014 年开始出现负增长，由 2014 年的 10.1 亿人下降到 2021 年的 9.6 亿人。而老年人口数量则稳步增长，占比由 2011 年的 9.1% 上升到 2021 年的 14.2%，人口老龄化程度逐渐加深。这种人口结构转变趋势在劳动力市场上将反映为劳动力短缺的现象。

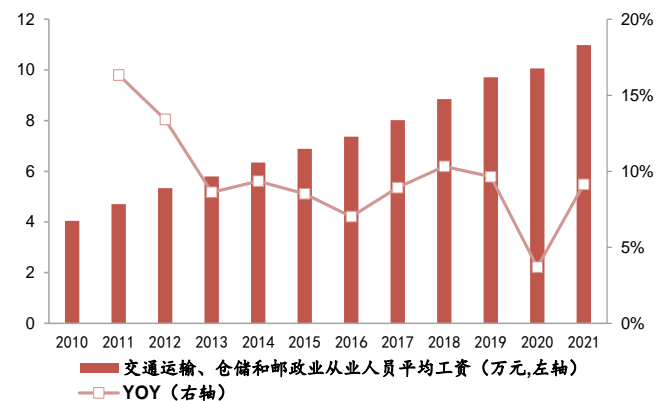
**图 11：我国劳动人口数量及占比双降，老龄化程度逐渐加深**


数据来源：国家统计局，西南证券整理

人力成本上升速度较快，智能物流需求增加为长期趋势。随着我国经济的快速发展，人力成本也呈不断上升趋势。根据国家统计局数据，近十年全国制造业就业人员平均工资由 2010 年的 3.1 万元增长至 2021 年的 9.2 万元，2011-2021 年 CAGR 高达 11.6%；交通运输仓储邮政业就业人员平均工资由 2010 年的 4.1 万元增长至 2021 年的 11.0 万元，2011-2021 年 CAGR 高达 10.5%；由此可见，制造业及物流运输业人力成本上升速度较快。在劳动力人口数量及占比双降的背景下，未来人力成本必然保持上升趋势，为降低生产成本、提高生产效率，企业选择自动化物流系统替代人工将成为长期必然选择。

**图 12: 制造业就业人员平均工资持续增长**


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

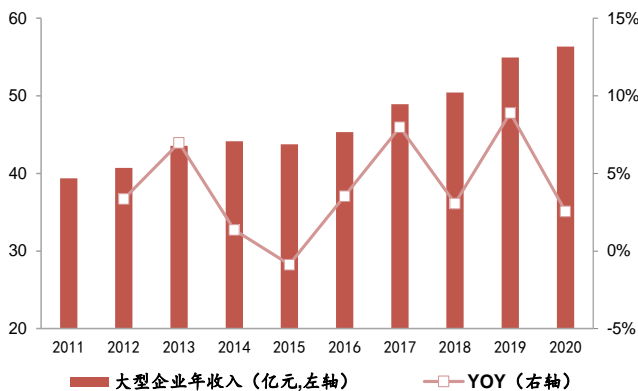
**图 13: 物流运输业平均工资持续增长**


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

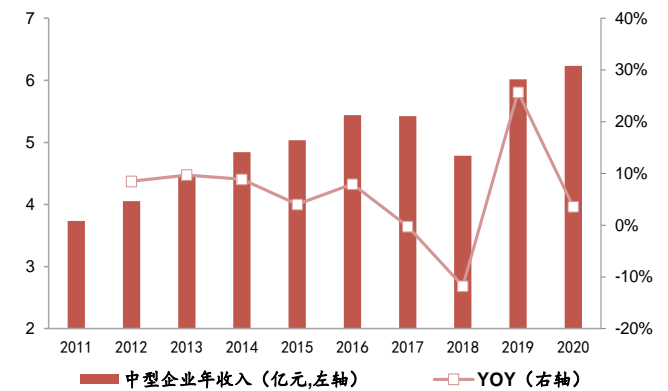
### (2) 从效率端来看:

中国经济稳步增长, 中大型企业规模实力逐步增强, 需要智能物流提高生产、运输效率。

随着中国经济的快速发展, 国内企业规模与实力也快速增长, 根据国家统计局数据, 国内大型企业平均年收入规模由 2011 年的 39.4 亿提升到 2020 年的 56.3 亿元, 中型企业年平均收入规模由 2011 年的 3.7 亿提升到 2020 年的 6.2 亿。企业随着规模的快速增长, 对生产效率、运输效率、管理效率的提升更加迫切, 对智能物流系统的需求自然产生。

**图 14: 大型企业年收入规模稳步增长**


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

**图 15: 中型企业年收入规模稳中有升**


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

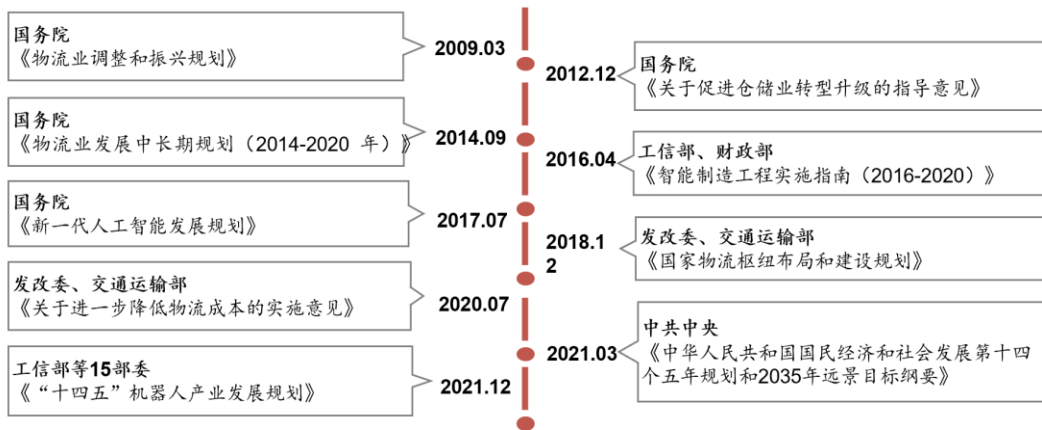
### (3) 从政策端来看:

国家密集发布智能物流刺激政策, 推动智能物流技术进步及应用水平:

- 1) “十一五”期间: 2009年, 国务院发布《物流业调整和振兴规划》, 提出加强物流技术装备的研发与生产, 鼓励企业采用仓储运输、装卸搬运、分拣包装、条码印刷等专用物流技术装备。
- 2) “十二五”期间: 2012年, 国务院发布《关于促进仓储业转型升级的指导意见》, 加强仓储技术装备的研发与推广; 2014年, 国务院发布《物流业发展中长期规划(2014-2020年)》, 提出吸收引进国际先进物流技术, 提高物流技术自主创新能力。

- 3) “十三五”期间:2016年,工信部和财政部联合发布《智能制造发展规划(2016-2020年)》,将“智能物流与仓储装备”列为五类关键技术装备之一;2017年,国务院发布《新一代人工智能发展规划》,提出加强智能化装卸搬运、分拣包装、加工配送等智能物流装备研发和推广应用,建设深度感知智能仓储系统,提升仓储运营管理水平 and 效率;2018年,发改委和交通运输部发布《国家物流枢纽布局和建设规划》,提出鼓励国家物流枢纽建设全自动化码头、智能化仓储等现代物流设施;2020年,发改委和交通运输部发布《关于进一步降低物流成本的实施意见》,提出推进新兴技术和智能化设备应用,提高仓储、运输、分拨配送等物流环节的自动化、智慧化水平。
- 4) “十四五”期间:2021年,中共中央发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》,提出构建基于5G的应用场景和产业生态,在智能交通、智慧物流、智慧能源、智慧医疗等重点领域开展试点示范;2021年,工信部等15部委发布《“十四五”机器人产业发展规划》,提出到2025年我国将成为全球机器人技术创新策源地、高端制造集聚地和集成应用新高地,“十四五”期间机器人产业营业收入年均增速超过20%。

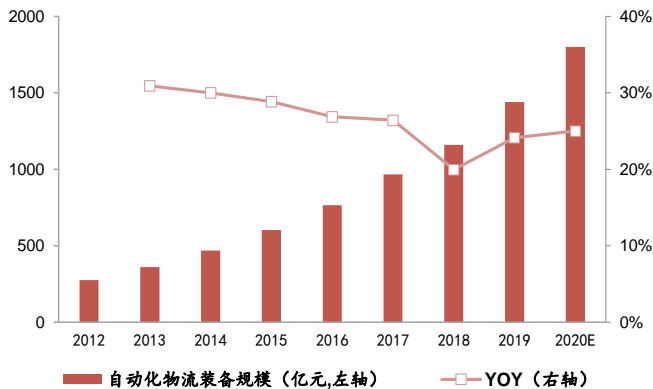
图 16: 国家政策密集出台, 促进智能物流行业发展



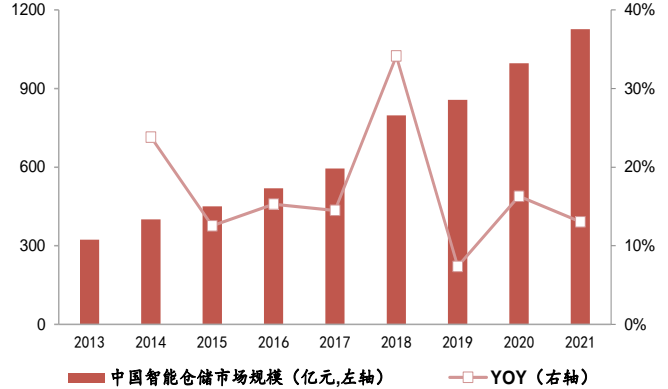
数据来源: 中国政府官网, 西南证券整理

## 2.2 智能物流两千亿市场, 新能源等新兴行业需求强劲

自动化物流装备市场规模近 2000 亿, 智能仓储市场规模超千亿。根据物流技术与应用数据, 2019 年, 我国自动化物流装备市场规模为 1440 亿元, 同比增长 24.1%, 预计 2020 年增长至 1800 亿元, 同比增长 25%。根据中商产业研究院数据, 2021 年国内智能仓储市场规模为 1126 亿元, 同比增长 16.6%。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, 智能物流市场规模亦将稳步增长。

**图 17：国内自动化物流装备市场规模近 2000 亿元**


数据来源：物流技术与应用，西南证券整理

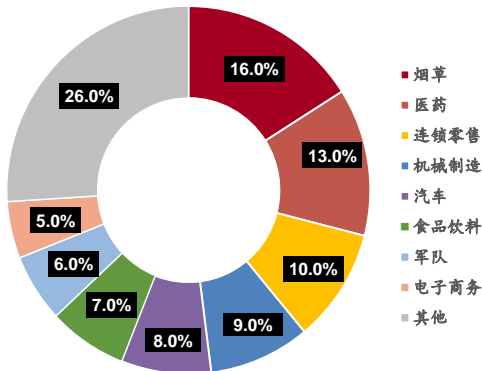
**图 18：国内智能仓储市场规模超 1000 亿元**


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

在商业仓储领域，下游应用领域广泛，烟草、医药、零售应用占比相对较大。根据中国物流技术协会数据，烟草、医药、零售行业分别占智能仓储市场应用的 16%、13%、10%，占比相对较大。分行业来看：

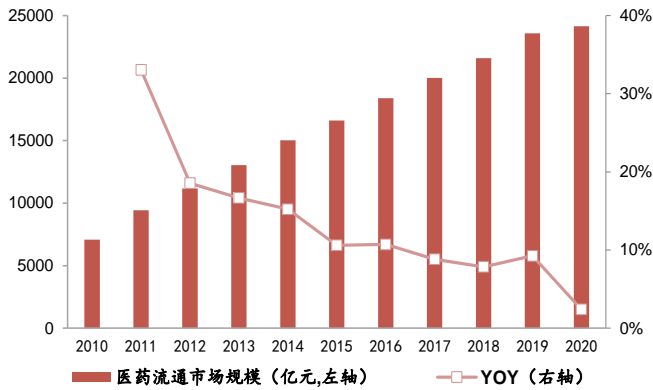
- 1) **烟草**：我国是全球烟草生产和消费大国，2021 年卷烟产量为 2.4 万亿支，同比增长 34.5%；2018-2021 年，烟草行业固定资产投资完成额始终在 200 亿元以上。随着烟草公司规模不断扩大以及物流装备和技术的不断发展，结合十四五期间对烟草行业向智能制造转变的要求，烟草行业对新建仓储物流自动化系统或已建成系统升级改造的需求始终强劲。
- 2) **医药**：医药行业原材料和产品种类众多，分类管理要求严格，验收、存储、配送、分拣、配送、监控等业务量庞大，对智能仓储物流要求较高。2010-2020 年我国医药商品销售总额从 7084.0 亿元增长到 24194.0 亿元，CAGR 达 13.1%，随着医药行业稳步增长，对智能仓储物流需求也将不断增长。
- 3) **零售**：我国社会消费品零售总额从 2010 年的 15.2 万亿元提升至 2021 年的 44.1 万亿元，10 年间 CAGR 为 11.2%。随着社会消费品零售规模的逐渐扩大，智能仓储物流需求稳步增加。
- 4) **电商**：我国电子商务发展迅猛，规模以上快递业务量由 2010 年的 23.4 亿件迅速增加到 2021 年的 1083 亿件，10 年 CAGR 高达 46.7%。快速业务迅猛发展的同时，快递件单价不断下降，由 2010 年的 24.6 元/件下降到 2021 年的 9.5 元/件。不断上升的人工成本和下降的快递单价，将倒逼电商、物流等企业加快自动化仓储物流的建设。

图 19: 商业仓储下游应用行业广泛



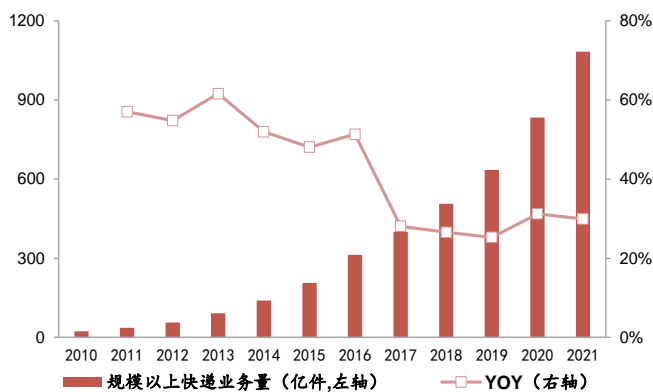
数据来源: 中国物流技术协会, 西南证券整理

图 21: 我国医药商品销售总额稳步增长



数据来源: 商务部, 西南证券整理

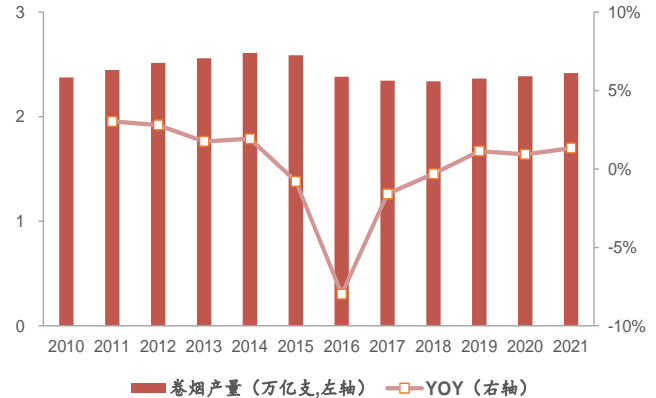
图 23: 我国规模以上快递业务量增长迅猛



数据来源: 国家邮政局, 西南证券整理

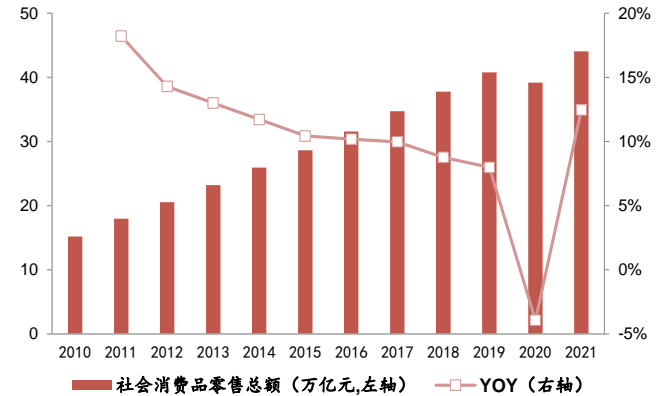
在工业生产领域, 汽车制造行业需求较大, 锂电池行业需求增速较快。汽车制造是对物流自动化系统需求较大的传统行业之一, 全自动汽车生产线应用非常普遍, 在整车及零部件生产的各个环节, 特别是总装环节, 物流自动化系统能够实现仓储物料到自动生产线的高效、精准搬运, 提高汽车生产线供应物料、生产线成品出库的效率, 从而提高整个汽车的生产效

图 20: 近年来, 我国卷烟产量稳中有升



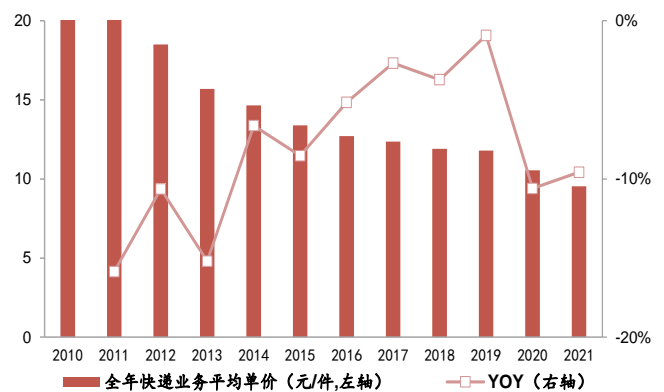
数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 22: 我国社会消费品零售规模保持增长趋势



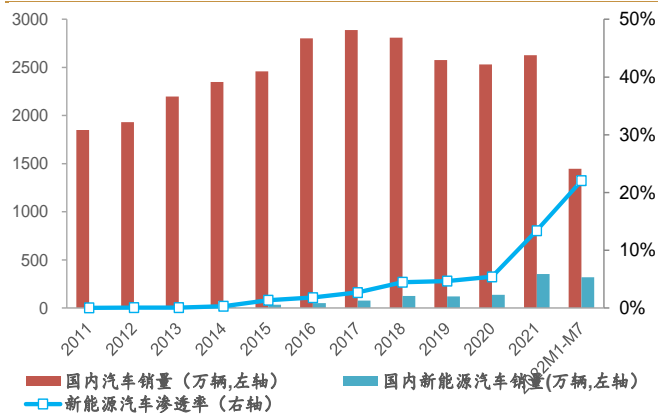
数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 24: 快递业务平均单价不断下滑

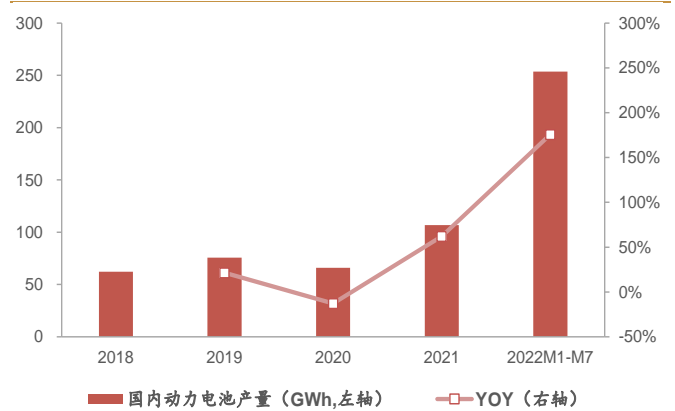


数据来源: 国家邮政局, 西南证券整理

率。近两年来，我国汽车产量虽略有下降，但整体仍保持较大的营收规模和生产体量，对物流自动化系统仍保持较高的市场需求。此外，近年来新能源汽车渗透快速提升，为实现锂电池的规模化制造以及多元化降本，电池制造整线必将逐步实现智能化和无人化，为智能物流市场带来新增量。2021年，国内动力锂电池产量为 219.7GWh，同比增长 163.4%；2022年 1-7 月，国内动力锂电池产量为 253.7GWh，同比增长 175.6%，保持高速增长态势。随着锂电池生产商大幅扩充产能，锂电池生产逐渐进入 TWh 时代，将为智能物流行业带来新的发展机遇。

**图 25：我国新能源汽车渗透率快速提升**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 26：近年来，我国动力锂电池产量高速增长**


数据来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，西南证券整理

## 2.3 海外品牌具备先发优势，国内企业逐渐崛起

海外品牌具备先发优势，技术、经验、品牌全球领先。由于欧美发达国家对物流自动化的应用较早，长期的技术积累下，国外企业在仓储物流软硬件技术、产品质量、系统稳定性、行业经验和品牌知名度等方面积累较大优势，在汽车、机械制造、机场等行业中占有较高的市占率。根据美国权威物料搬运领域杂志《MMH》公布的榜单，2021 年全球物流系统集成商前 20 强均位于美国、欧洲和日本等发达国家，其中前十二强收入均超过 10 亿美元，日本大福以 43.9 亿美元稳居榜首，美国德马泰克以 42.99 亿美元位列第二，德国胜斐尔以 37.3 亿美元位居第三，其他排名靠前的包括霍尼韦尔、范德兰德、科纳普、村田机械等企业。其中，大福、德马泰克、胜斐尔较早进入国内市场，并形成较强的竞争力。

**表 3：2021 年物流系统集成商全球 20 强均为海外企业**

排名	公司	成立时间	2021 年全球收入 (亿美元)	总部
1	大福株式会社 Daifuku Co., Ltd.	1937 年	43.90	日本
2	德马泰克 (凯傲集团) Dematic (KION GROUP)	1819 年	42.99	美国
3	SSI 胜斐尔集团 SSI Schaefer Group	1937 年	37.32	德国
4	霍尼韦尔智能化 Honeywell Intelligrated	2001 年	29.40	美国
5	Vanderlande 范德兰德 (丰田旗下)	1949 年	26.00	荷兰
6	Knapp AG	1952 年	18.40	奥地利
7	Murata Machinery, Ltd. 村田	1935 年	17.80	日本
8	Material Handling Systems (MHS)	1999 年	15.00	美国

排名	公司	成立时间	2021 年全球收入 (亿美元)	总部
9	WITRON Integrated Logistics	1971 年	12.42	德国
10	Interlake Mecalux (MECALUX)	1966 年	11.77	西班牙
11	伯曼集团有限公司 Beumer Group GmbH	1935 年	11.20	德国
12	西门子物流	-	10.00	德国
13	TGW 物流集团有限公司	1969 年	9.25	奥地利
14	Swisslog AG 股份公司 (*库卡机器人)	1900 年	7.37	瑞士
15	法孚内部物流 (法孚集团) Fives Intralogistics	1812 年	6.64	法国
16	Kardex AG	1873 年	5.14	瑞士
17	Bastian Solutions 巴斯蒂安 (丰田旗下)	1952 年	4.26	美国
18	埃莱特里克 80 (Elettric 80)	1980 年	3.72	意大利
19	AutoStore AS	1996 年	3.28	挪威
20	System logistics SpA	1970 年	3.22	意大利
合计	-	-	319.08	-

数据来源: 美国《MMH》杂志, 西南证券整理

**市场培育+成本优势+客户响应能力, 国内智能物流集成商正处于发展快车道。**2000 年以来, 随着国内企业规模的扩张、人力和土地成本的提升、企业降本增效需求的增强以及技术水平的发展, 国内众多行业对智能物流系统的需求逐渐涌现, 为国内智能物流系统集成商提供了市场环境。而国内集成商不断引进消化吸收国外先进技术, 并陆续推出具有自主知识产权的智能物流设备及系统, 与国外企业的技术差距正在逐步缩小。目前, 在国内市场, 国内智能物流集成商凭借定制化高、性价比高、服务响应及时等优势, 认可度越来越高, 正处于快速发展阶段。

**国内智能物流企业数量多、规模小, 龙头企业仍在培育中。**国内智能物流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、德马科技、东杰智能、中鼎集成、兰剑智能等, 2021 年收入规模大概在 5-20 亿元之间, 相对全球领先企业 100-300 亿的收入水平, 国内企业在规模上仍有较大差距。由此可见, 国内智能物流企业正处于前期竞争成长阶段, 技术进步快、市场拓展能力强的企业有望脱颖而出, 成长为国内乃至国际市场上的智能物流龙头企业。

**表 4: 国内智能物流企业规模较小, 成长较快**

公司	简介	2021 年收入 (亿元)
中科微至	中科微至成立于 2016 年, 总部位于江苏省无锡市。公司实现了智能物流装备系统全产业链布局, 可向客户提供面向输送、分拣、仓储的智能物流系统综合解决方案, 并能够自主研发及部分生产相机、分拣小车、动态称重、电滚筒等核心部件。	22.1
今天国际	今天国际成立于 2000 年, 总部位于广东省深圳市。公司主要向客户提供自动化生产线及物流系统的规划设计、系统集成、软件开发、设备定制、电控系统开发、现场安装调试、客户培训和售后服务等一体化业务。	16.0
德马科技	德马科技成立于 2001 年, 总部位于浙江省湖州市。公司是智能物流系统解决方案与关键设备提供商, 致力于自动化物流输送分拣系统、关键设备及其核心部件的研发制造。	14.8
东杰智能	东杰智能成立于 1995 年, 总部位于山西省太原市。公司的主营业务为智能成套装备的设计制造, 产品包括智能物流输送系统、智能物流仓储系统、智能立体停车系统、智能涂装系统等。	13.0

公司	简介	2021 年收入 (亿元)
诺力股份	诺力股份成立于 2000 年，总部位于浙江省湖州市。公司主要业务分为智慧物流系统和智能智造装备两大板块，智慧物流系统国内主要实施子公司为中鼎集成。	12.8 (中鼎集成)
音飞储存	音飞储存成立于 2002 年，总部位于江苏省南京市。公司是国内先进的物流仓储设备制造商和物流自动化系统集成商，为客户提供智能物流的规划设计及系统集成、智能物流核心设备及软件的研发生产、物流运营服务等业务。	10.1
兰剑智能	兰剑智能成立于 2001 年，总部位于山东省济南市。公司主要从事以智能物流机器人为核心的智慧物流系统的研发、设计、生产、销售及售后服务，向客户提供成熟有效的全流程智慧物流系统解决方案。	6.0
瑞晟智能	瑞晟智能成立于 2009 年，总部位于浙江省宁波市。公司是一家专业的智能物流系统供应商，专注于工业生产中的智能物料传送、仓储、分拣系统的研发生产。	2.0

数据来源: Wind, 各公司公告, 西南证券整理

### 3 研发拓宽护城河，聚焦高端市场，龙头潜质初现

#### 3.1 软硬件一体化发展，打造核心技术壁垒

**管理团队技术出身，高度重视研发创新，打造核心壁垒。**公司董事长吴耀华为清华大学博士、山东大学教授、博士生导师，是我国较早从事高端物流软件技术及硬件研发领域的行业专家，全面负责公司的技术研发工作；此外，总经理张小艺与副总经理蒋霞作为高级工程师，兼任公司兰剑研究院副院长，负责并主导核心软件、设备、系统方案的开发创新。公司高度重视技术研发创新，与山东大学等多所国内著名高校建立了广泛的合作关系，共同承担多项国家、省、市科研攻关课题，在国内同行中技术水平名列前茅。

- 1) **从研发人员来看：**截至 2021 年底，公司共有研发人员 306 人，占公司总人数的 28.1%，包括博士 4 人，硕士 38 人，学士 176 人，本科及以上学历人员占研发人员的比例为 71.2%，且 40 岁以下研发人员占比 92.8%。公司研发队伍专业化、年轻化，在管理团队的带动下，将快速把握行业技术新变化，逐步引领行业发展，打造并巩固公司核心技术壁垒。
- 2) **从研发投入来看：**2021 年，公司研发投入 6174.3 万元，同比增长 55.7%，占总营收的比例高达 10.2%，近 5 年平均研发费用率为 8.6%，高研发投入是公司实现技术领先的基础。
- 3) **从研发成果来看：**2021 年，公司新增 12 项发明专利、36 项实用新型专利和 3 项外观设计专利；截止 2021 年底，公司累计获得有效授权专利 244 项，包括 55 项发明、128 项实用新型、20 项外观设计以及 41 项软件著作权。

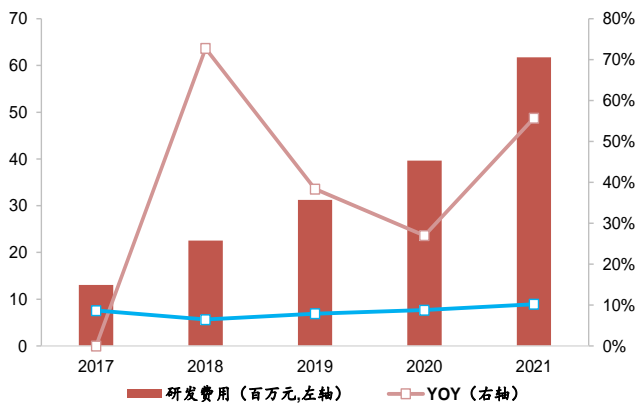
表 5：公司管理团队即为核心技术人员

姓名	职位	简介
吴耀华	董事长，兰剑研究院院长	清华大学博士，山东大学教授、博士生导师，长期致力于宏观、微观物流系统规划、企业物流信息系统构建、物流软件设计、高端物流技术装备研发等物流领域的理论与技术研究，是我国较早从事该领域研究的专家之一。吴耀华全面负责公司的技术与设备研发工作，引导公司技术发展方向。
张小艺	总经理，兰剑研究院副院长	山东大学硕士，高级工程师，主持公司核心产品“瀑布分拣线”的研发设计，主导“立体货到人系统”的研发与实施；参与公司密集储分一体系统研发与设计，AGV 复合导航技术研发等工作。

姓名	职位	简介
蒋霞	副总经理、兰剑研究院副院长	山东大学学士，高级工程师，拥有多年的智能分拣系统研究和开发经验，是仓储物流技术领域内的教授级高级工程师，负责公司智能物流分拣系统集成的方案规划、工程设计、项目实施和管理等。
张贻弓	创新产品研发中心负责人、兰剑研究院技术总监	山东大学博士，高级工程师，主导研发了第五代卷烟分拣系统、料箱级货到人系统的关键设备（包括提升机、穿梭车、拣选台等）、AGV 系统中的自制 AGV 产品、托盘级密集仓储拣选一体化系统的关键设备（包括堆垛机，托盘输送机）；主导研发了多个关键技术，如 S 曲线运动控制技术，Ω 型同步带驱动技术，料箱与托盘位置检测技术等。
沈长鹏	创新方案解决中心负责人、兰剑研究院技术总监	山东大学博士，高级工程师，作为主要人员参与公司万点级配送线路优化系统的逻辑原型开发、盒装药品分拣机的原型设计、布袋包装机及布袋的原型设计、图书自动分拣机与图书分合一体机的原型设计、烟草分拣机、补货车、码垛机、输送机等设备的原型设计等。
刘鹏	创新方案解决中心负责人、兰剑研究院技术总监	山东大学博士，高级工程师，作为核心人员主导料箱级货到人系统的研发与实施，作为主要人员参与基于竞争机制的大规模优化调度算法和随机性均衡迭代优化算法的设计，参与穿梭车、提升机和智能拣选站台等单机的方案设计等。
徐光运	人工智能部部长、兰剑研究院技术总监	山东大学硕士，作为核心负责人主导公司二代叉车 AGV 产品、料箱搬运车产品、激光自然导航、反光板导航、控制等产品和技术的研发。

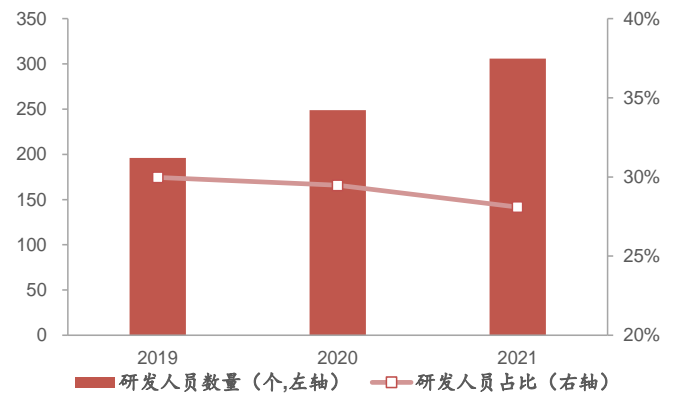
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：2021 年公司研发费用率为 10.2%



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：公司研发人员数量占比近 30%



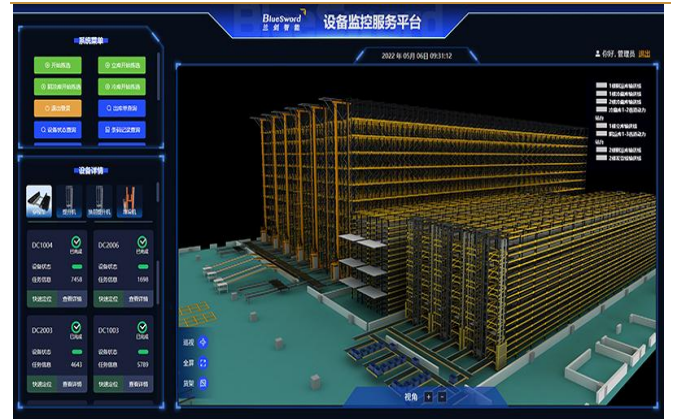
数据来源：公司公告，西南证券整理

自研自制核心软硬件，智能物流系统效率更高，稳定性更强，且成本控制良好。公司成立之初以智能物流软件技术起家，在嵌入式软件、业务应用软件和商业智能软件等物流软件方面具备核心优势，并创新性地将数字孪生概念引入到物流领域，自主开发了以数字孪生为核心的覆盖仓储、分拣、配送、管理、考核等物流全生命周期的集成化智慧物流系统。此外，公司自建高科技物流装备与技术产业园，自研自产涵盖了仓储、穿梭、搬运、拣选等在内的全品类高端智能物流机器人装备，自给率高达 80%。核心软硬件自研自产，有利于提高智能物流系统的整体效率和稳定性，并使公司在成本控制方面表现突出。

图 29：公司自研自产的全品类高端智能物流机器人装备



图 30：以数字孪生为核心的物流软件系统突破物流边界



数据来源：公司官网，西南证券整理

数据来源：公司官网，西南证券整理

智能物流系统对标国际领先品牌，公司有望成长为行业龙头。公司在研发生产领域始终以海外龙头企业为标准，智能机器人在安全性、稳定性、可靠性和效率等指标上均可对标国际标准，部分指标甚至优于海外品牌。在国内市场空间较大、竞争较为充分的背景下，公司有望凭借技术累积优势，逐渐成长为国内行业龙头。

表 6：托盘级密集仓储拣选一体化系统关键指标对比

产品	堆垛机			托盘 AGV				码垛机
	最高行驶速度 (m/min)	最高提升速度 (m/min)	运行噪音 (dB)	最高行驶速度 (m/s)	导引精度 (mm/s)	直角转弯时间 (s)	直角转弯半径 (m)	
兰剑智能	240	80	<75	2	±5	1	1	1200
日本大福	-	-	-	1.5	±10	-	-	600
德马泰克	240	84	-	-	-	-	-	1200
胜斐迩	240	90	-	-	-	-	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 7：料箱级密集仓储拣选一体化系统关键指标对比

产品	穿梭车				往复式提升机		料箱输送线			
	最高行走速度 (m/s)	最高加速度 (m/s <sup>2</sup> )	料箱最大载重 (kg)	货叉间距调节范围 (mm)	最高提升速度 (m/s)	最高加速度 (m/s <sup>2</sup> )	最大输送速度 (m/min)	标准料箱最大移载效率 (箱/h)	运行噪音 (dB)	分布式电气件应用/机械零件全模具化加工
兰剑智能	5	2	60	150-900	6	7	120	4000	<70	有
德马泰克	4	2	50	150-650	-	7	120	4800	<75	有
胜斐迩	4	2	50	<680	5	-	60	6000	≤85	有

数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2 聚焦高端市场，新兴+传统行业双轮驱动

依托研发创新实力，公司智能物流系统定制化能力强，聚焦于高端市场、头部企业。不同行业以及相同行业的不同用户对仓储物流自动化系统的需求均存在一定的差异，为使客户的物流自动化系统效率更高，定制化研发是行业发展的必然趋势。智能物流系统定制化需要

在系统建设前结合客户的行业特点、货品类型、仓储拣选需求、客户预算、仓库面积和高度等众多因素进行方案设计，并针对客户的需求进行定制化的软硬件产品研发。公司凭借强大的技术研发实力，主要聚焦于高端定制化市场，主要客户为各行业头部企业，包括中国烟草、宝洁、京东、唯品会、国药集团等。

**项目经验丰富，可快速切入新兴市场需求，新能源行业取得重大突破。**公司的智能仓储物流自动化系统已广泛应用于烟草、医药、电子商务、规模零售、汽车、轮胎、电力、电子产品、图书、鞋服、印刷、建材、国防军工等多个重点行业，已完成项目超过 1000 例，拥有丰富的智能物流系统设计、研发、建设经验，当新兴市场需求出现时，公司具备快速切入能力。新能源锂电池生产线对智能物流系统的需求正处于快速发展阶段，2021 年公司与宁德时代新签 2.2 亿订单，重磅切入新能源行业；与宁德时代的合作将成为公司在新能源行业的标杆性项目，有利于公司进一步拓展新能源业务。

**积极开发传统行业新客户，推进智能物流系统国产替代。**汽车、机场等传统行业对智能物流系统的技术及规模要求较高，该市场目前主要由外资品牌主导。公司正积极推动机场、汽车等行业智能物流系统的技术攻关，未来公司将继续加大在港航设施、综合交通和物流枢纽、农产品冷链物流设施、军事物流、医疗健康、节能环保、图书、智能植物工厂等传统行业新客户的开发力度，致力于推进智能物流系统在传统行业的国产替代。

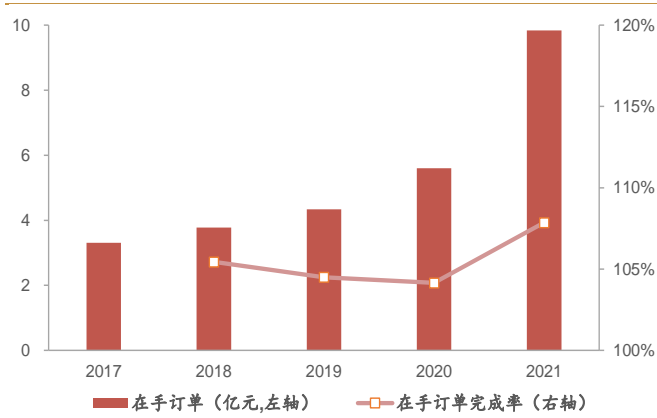
图 31：聚焦于高端市场、头部企业，项目经验丰富



数据来源：公司公告，西南证券整理

**海外市场拓展成果初显，国际化发展彰显技术水平。**凭借创新技术、高端产品和定制化服务等核心优势，公司在国际市场具有较强的竞争力，逐步获得国际市场认可，是少数能出口成套高端物流装备到海外发达国家的中国品牌。2018 年，公司成功将成套高端物流装备出口日本；2021 年，公司以穿梭机器人为核心的成套高端物流系统成功应用于第三方物流服务商万邑通在德国、美国的智能物流服务中心。未来公司将加大对具有国际项目经验的复合型人才的培养和引进，形成具备核心竞争力的全球化市场开拓和研发团队，大力开拓国际市场，将“兰剑智能”打造成为仓储物流自动化系统行业的国际品牌。

**在手订单大幅增长，产能扩张打开成长之路。**随着公司品牌知名度的提升以及产能的逐步释放，订单量实现快速增长，在手订单自 2017 年底的 3.3 亿元增加到 2021 年底的 9.8 亿元（含税）。公司的智能物流系统涉及设计、开发、生产、验收等多环节，项目周期一般为 6-12 个月，因此公司年末的在手订单大部分将转化为次年收入，从历史数据来看，2018-2021 年公司的在手订单完成率均超过 100%。此外，2021 年底，公司首发募集资金建设项目“智能物流装备生产实验基地建设项目”主体建筑已全部完成，预计 2022 年可投入使用；该项目投产后可支撑公司产能提升至 20 亿元订单规模，打破公司规模成长的产能限制，并且自产率的提升有利于公司控制成本、增厚利润。

**图 32：公司在手订单快速增长**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 33：兰剑智能“超级未来工厂”已完成主体建设**


数据来源：公司官网，西南证券整理

### 3.3 创新服务模式，智能物流服务领域大有可为

**创新服务模式，为客户提供智能物流代运营服务。**自动化代运营业务模式是指由公司投资建设智能仓储物流自动化系统，并配备运营团队进行运维，按物品的仓储费和订单的作业费来向客户收费。代运营的智能仓储物流自动化系统由公司的专业技术团队运维，运行质量更高、效率更快、故障更少；客户对公司代运营服务提供一定的保底库存量和出库量，低于保底量时按照保底量进行付费，以保证公司的自动化代运营收入，随着公司向其他公司、行业深入拓展，代运营服务收入将稳步增长。

除代运营合作模式外，公司未来将继续布局兰剑共享智能仓储运维租赁服务，即资金不足但有智能仓需求的客户可以租赁公司建设、运维的仓储物流自动化系统，公司收取运维费用，这将有望为公司业绩注入新增长动力。

图 34：公司创新性开发代运营服务



数据来源：公司宣传材料，西南证券整理

前端咨询规划服务、后端售后维护服务大有可为。目前该两项服务收入占比较低，2021 年仅分别收入为 633 万和 2398 万元，但盈利能力较强，2021 年毛利率分别为 90.9%、58.1%。随着公司招聘较多咨询规划人员，以及实施的智能仓储物流自动化系统项目数量不断增多，预计前端咨询规划服务、后端售后维护服务将保持较高增速。

- 1) 前端咨询规划服务：**公司基于在仓储物流自动化系统行业积累的品牌影响力和众多的客户资源，依托公司在仓储物流自动化系统行业的方案规划、软件研发、系统设计等方面的技术优势，为客户提供相关的工程技术咨询规划和管理技术咨询规划服务，定制能够满足客户全流程真实需求的解决方案。
- 2) 后端售后维护服务：**指公司为客户提供年度维保、系统改造升级、更换物流设备零部件等服务，是公司为客户提供的一项重要的重要的后续增值服务。由于智能仓储物流自动化系统的智能化、集成化、信息化水平较高，客户对系统后续售后运营维护的依赖性较强，公司作为智能仓储物流自动化系统解决方案的提供商，不仅熟悉整个系统的运行状况，且大部分软件系统也由公司设计或定制开发，公司具备提供快速、高效售后运营维护服务的能力。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

关键假设：

**假设 1：**2021 年底公司智能物流系统在手订单 9.84 亿，同比增长 76.7%，随着下游需求涌现，公司产能扩张，品牌影响力提升，假设 2022-2024 年订单增长速度保持 30% 的复合增速。

**假设 2：**超级未来工厂投产在即，自产率的提升有望带来持续的降本增效，预计智能物流系统毛利率稳中有升，2022-2024 年分别为 32%、32.5%、33%。

**假设 3：**公司的代运营业务仅与唯品会深度合作，业务增速与唯品会业务的发展深度相关，假设 2022-2024 年公司代运营业务收入保持 5% 的复合增速，毛利率保持稳定。

**假设 4:** 随着公司技术咨询服务人员增加, 智能物流系统完成项目累积, 预计技术咨询规划服务和售后运营维护服务收入保持快速增长, 毛利率稳中有升。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

**表 8: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
智能仓储物流自动化系统	收入	532.47	783.72	1092.92	1495.58
	增速	34.86%	47.19%	39.45%	36.84%
	毛利率	31.39%	32.00%	32.50%	33.00%
自动化代运营服务	收入	40.60	42.63	44.76	47.00
	增速	-1.43%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	52.14%	53.00%	54.00%	55.00%
售后运营维护服务	收入	23.98	35.97	52.16	73.02
	增速	64.13%	50.00%	45.00%	40.00%
	毛利率	58.09%	65.00%	70.00%	70.00%
技术咨询规划服务	收入	6.33	12.66	18.99	26.59
	增速	955.00%	100.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	90.84%	90.00%	90.00%	90.00%
其他业务	收入	0.49	0.52	0.55	0.57
	增速	-11.48%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	87.77%	88.00%	88.00%	88.00%
合计	收入	603.89	875.50	1209.37	1642.75
	增速	33.66%	44.98%	38.14%	35.83%
	毛利率	34.51%	35.25%	35.84%	36.22%

数据来源: Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取今天国际、中科微至、东杰智能 3 家公司作为可比公司, 均是国内智能物流领域的领先提供商。3 家可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 27/18/13 倍。兰剑智能深耕智能物流领域, 研发实力雄厚, 软硬件一体化发展, 盈利能力强, 中长期业绩增长确定性高。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.2、1.7、2.4 亿元, 未来三年归母净利润复合增长率为 42.9%, 给予公司 2023 年 25 倍 PE, 目标价 59.25 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**表 9: 可比公司估值 (截至 2022 年 8 月 12 日)**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300532	今天国际	14.72	0.30	0.56	0.90	1.35	37	26	16	11
688211	中科微至	46.78	1.97	2.28	2.91	3.53	38	21	16	13
300486	东杰智能	9.82	0.18	0.29	0.45	0.62	65	34	22	16
可比公司平均值							47	27	18	13

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

1) 新签订单下滑风险。若下游需求下降, 或公司下游领域扩展进展不顺利、主要客户的新签订单下滑或不持续, 将对公司的经营业绩产生不利影响。

2) 技术与产品落后风险。智能仓储物流自动化系统解决方案提供商需以技术研发推动业务发展, 如果公司未来技术研发方向偏离或者落后于仓储物流自动化系统市场所需, 将对公司业务发展造成不利影响。

3) 行业竞争加剧风险。目前国内智能物流行业处于充分竞争阶段, 公司通过技术研发优势抢占市场, 若未来行业竞争格局恶化, 公司可能将不得不选择降价策略, 盈利水平可能因此下降。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	603.89	875.52	1209.44	1642.79	净利润	80.50	121.30	172.21	235.08
营业成本	395.46	566.90	775.98	1047.77	折旧与摊销	13.27	11.01	11.01	11.01
营业税金及附加	4.73	6.57	8.47	11.50	财务费用	-0.40	2.29	4.85	6.11
销售费用	49.93	68.29	90.71	119.92	资产减值损失	-9.07	15.00	10.00	10.00
管理费用	31.94	128.70	171.74	228.35	经营营运资本变动	-17.15	-255.93	-149.81	-199.14
财务费用	-0.40	2.29	4.85	6.11	其他	-41.30	-34.92	-28.23	-27.57
资产减值损失	-9.07	15.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>25.85</b>	<b>-141.25</b>	<b>20.04</b>	<b>35.50</b>
投资收益	9.51	15.00	15.00	15.00	资本支出	-64.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.91	3.00	3.00	3.00	其他	-264.90	18.00	18.00	18.00
其他经营损益	0.00	30.00	30.00	30.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-329.06</b>	<b>18.00</b>	<b>18.00</b>	<b>18.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>86.37</b>	<b>135.77</b>	<b>195.70</b>	<b>267.14</b>	短期借款	0.00	102.27	24.47	30.39
其他非经营损益	0.51	-1.00	0.00	0.00	长期借款	-11.99	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>86.88</b>	<b>134.77</b>	<b>195.70</b>	<b>267.14</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	6.38	13.48	23.48	32.06	支付股利	-25.43	-16.10	-24.26	-34.44
净利润	80.50	121.30	172.21	235.08	其他	-2.07	-2.29	-4.85	-6.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-39.49</b>	<b>83.88</b>	<b>-4.65</b>	<b>-10.16</b>
归属母公司股东净利润	80.50	121.30	172.21	235.08	<b>现金流量净额</b>	<b>-342.82</b>	<b>-39.37</b>	<b>33.39</b>	<b>43.33</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	126.92	87.55	120.94	164.28	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	312.13	402.88	564.82	772.78	销售收入增长率	33.66%	44.98%	38.14%	35.83%
存货	227.41	329.71	452.36	611.07	营业利润增长率	-8.08%	57.20%	44.14%	36.50%
其他流动资产	503.06	410.12	417.41	426.87	净利润增长率	-3.87%	50.67%	41.98%	36.50%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-7.43%	50.21%	41.92%	34.36%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	214.39	205.12	195.85	186.57	毛利率	34.52%	35.25%	35.84%	36.22%
无形资产和开发支出	14.36	12.62	10.89	9.15	三费率	13.49%	22.76%	22.10%	21.57%
其他非流动资产	30.85	30.85	30.85	30.85	净利率	13.33%	13.85%	14.24%	14.31%
<b>资产总计</b>	<b>1429.13</b>	<b>1478.86</b>	<b>1793.12</b>	<b>2201.57</b>	ROE	8.67%	11.74%	14.58%	17.01%
短期借款	0.00	102.27	126.73	157.12	ROA	5.63%	8.20%	9.60%	10.68%
应付和预收款项	264.56	280.95	407.84	565.82	ROIC	20.20%	21.54%	22.06%	24.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.43%	17.03%	17.49%	17.30%
其他负债	236.31	62.19	77.14	96.58	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>500.87</b>	<b>445.40</b>	<b>611.71</b>	<b>819.53</b>	总资产周转率	0.48	0.60	0.74	0.82
股本	72.67	72.67	72.67	72.67	固定资产周转率	4.18	6.48	9.61	14.09
资本公积	600.66	600.66	600.66	600.66	应收账款周转率	3.20	3.10	3.17	3.11
留存收益	254.92	360.12	508.07	708.71	存货周转率	2.36	2.01	1.97	1.96
归属母公司股东权益	928.26	1033.45	1181.41	1382.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.64%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>928.26</b>	<b>1033.45</b>	<b>1181.41</b>	<b>1382.04</b>	资产负债率	35.05%	30.12%	34.11%	37.22%
负债和股东权益合计	1429.13	1478.86	1793.12	2201.57	带息债务/总负债	0.00%	22.96%	20.72%	19.17%
					流动比率	2.44	2.90	2.64	2.48
					速动比率	1.97	2.13	1.87	1.71
					股利支付率	31.59%	13.27%	14.09%	14.65%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	99.24	149.07	211.56	284.26	每股收益	1.11	1.67	2.37	3.23
PE	31.64	21.00	14.79	10.83	每股净资产	12.77	14.22	16.26	19.02
PB	2.74	2.46	2.16	1.84	每股经营现金	0.36	-1.94	0.28	0.49
PS	4.22	2.91	2.11	1.55	每股股利	0.35	0.22	0.33	0.47
EV/EBITDA	20.14	14.35	10.07	7.45					
股息率	1.00%	0.63%	0.95%	1.35%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn