

## 内部管理明显改善，迎戴维斯双击

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司是国内工业车辆综合实力前六强，大型锂电叉车接力增长：公司抓住叉车锂电化发展契机，利用全球销售网络和大客户突破策略重点拓展中大型锂电叉车，打造新的增长引擎。2) 智能物流系统在手订单充足，内部管理明显改善，进入利润释放期：截止 2022H1，公司智能物流系统在手订单 62.6 亿元，随着中鼎集成内部管理步入正轨，法国 savoye 实施股权激励，预计智能物流系统业务在 2023 年进入利润释放期。3) 拓展售后运维服务，培育第三利润增长极：售后运维毛利率高，普遍超过 40%，公司成立子公司独立负责叉车及智能物流系统的售后运维服务。
- 公司是国内工业车辆综合实力前六强，大型锂电叉车接力增长。** 1) 诺力股份在工业车辆领域国内综合排名前六，细分领域位居前三。公司是轻小型手动搬运车全球龙头，连续多年位列国内电动仓储叉车销量前三名，2021 年市占率为 18.3%，轻小型叉车板块保持稳定增长。2) 成立事业部独立负责大型叉车业务，积极布局新产能。公司积极拥抱叉车电动化、锂电化的发展契机，重点突破大型锂电叉车，近三年大型叉车销量复合增速约 35%，但国内市占率仍不足 3%，发展空间大。公司已成立事业部独立负责大型叉车业务，并规划大幅提高大型锂电叉车产能，欲通过大型叉车再造一个诺力。3) 加强销售布局，“渠道+ODM/OEM 代工+大客户”三管齐下。通过深化布局国内外销售渠道、为全球知名品牌合作代工、重点突破国内大客户等三重策略，消化新增产能，保障业绩增长。
- 智能物流系统在手订单充足，内部管理明显改善，2023 年将进入利润释放期。** 1) 中鼎集成和法国 savoye 均为国内外智能物流领军企业。公司智能物流系统业务主体为子公司中鼎集成（2021 年中国物流仓储系统集成商竞争力排行榜第一）和法国 savoye（被公司收购前，其与原母公司位列全球物流系统集成商 20 强）。2) 自制核心软硬件构筑核心竞争力，在手订单充足。中鼎集成、savoye 分别自制堆垛机、穿梭车，及其他核心软硬件，核心竞争力强，收获众多行业头部客户，包括宁德时代等。截至 2022H1，智能物流系统在手订单合计 62.6 亿元（2021 年营收 30 亿）。3) 内部管理明显改善，将有效提高净利率水平，2023 年将进入利润释放期。中鼎集成：①管理层梳理清楚：2022 年 2 月原总经理张科辞职，诺力股份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；②激励制度优化：加大对管理层及核心员工的激励力度，并施行 KPI 绩效考核制度，降本增效、提高净利率成为公司现阶段重要发展任务；③项目交付能力加强：项目从开展到试运行耗时从 2021 年的 100 天缩短到 2022 年的 68 天。法国 savoye：2021 年底对管理层及核心骨干实施股权激励。
- 布局售后运维领域，打造第三利润增长极。** 拓展售后运维服务主要有两大优势：①高质量的售后运维服务有助于巩固已有市场，吸引更多新客户；②售后运维服务毛利率高，普遍超过 40%，利润贡献大。公司成立诺力租赁服务和无锡力鼎技术服务两个子公司，分别独立负责叉车和智能物流系统的售后运维服务，有望将其打造成公司的第三利润增长极。

### 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: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.67
流通 A 股(亿股)	2.67
52 周内股价区间(元)	13.53-19.85
总市值(亿元)	50.82
总资产(亿元)	76.41
每股净资产(元)	7.72

### 相关研究

1. 诺力股份 (603611): Q3 利润同比高增长，“叉车+智能物流”双轮驱动 (2022-10-30)
2. 诺力股份 (603611): 重点拓展中大型叉车，智能物流系统订单充裕 (2022-08-29)

● **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 4.0、5.3、6.9 亿元，未来三年归母净利润复合增长率为 32.1%。公司叉车业务保持稳定增长，智能物流系统盈利能力改善，估值理应修复，给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应目标价 29.55 元，维持“买入”评级。

● **风险提示：**疫情反弹风险、新能源订单减少风险、行业竞争加剧风险。



指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5886.98	6710.92	8120.86	9943.62
增长率	44.39%	14.00%	21.01%	22.45%
归属母公司净利润 (百万元)	300.22	396.86	527.59	691.62
增长率	23.85%	32.19%	32.94%	31.09%
每股收益 EPS (元)	1.12	1.49	1.97	2.59
净资产收益率 ROE	13.98%	15.82%	17.95%	19.71%
PE	17	13	10	7
PB	2.46	2.10	1.77	1.47

数据来源: Wind, 西南证券

## 目 录

<b>1 聚焦内部物流领域，2022年或为盈利能力拐点</b>	<b>1</b>
1.1 物料搬运装备与智能物流系统双轮驱动	1
1.2 营收持续高增长，2022年或为盈利能力拐点	2
<b>2 叉车电动化趋势明显，大型锂电叉车成公司新增长引擎</b>	<b>4</b>
2.1 市场：需求持续增长，中国占据全球主导地位	4
2.2 趋势：电动化、锂电化、智能化大势所趋	7
2.3 公司：老牌叉车企业，大型锂电叉车成为新增长引擎	10
<b>3 智能物流需求旺盛，公司将进入利润释放期</b>	<b>12</b>
3.1 需求：降本增效催生需求，智能物流市场规模超2000亿	12
3.2 供给：海外品牌具备先发优势，国内企业逐渐崛起	16
3.3 公司：智能仓储国内龙头，2023年进入利润释放期	18
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>21</b>
4.1 盈利预测	21
4.2 相对估值	21
<b>5 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图 目 录

图 1: 聚焦内部物流, 物料搬运装备与智能物流系统双轮驱动	1
图 2: 诺力股份产品图谱	1
图 3: 2021 年智能物流系统与物料搬运装备收入各占半壁江山	2
图 4: 公司各板块业务毛利率略有下降	2
图 5: 2022 年前三季度公司营业收入同比增长 9.7%	2
图 6: 2022 年前三季度公司归母净利润同比增长 23.5%	2
图 7: 2022 年或为公司盈利能力拐点	3
图 8: 公司期间费用率呈现下降趋势	3
图 9: 实控人丁毅及其直系亲属合计持有公司 35.64% 股权	3
图 10: 工业车辆分类图谱	4
图 11: 制造业与物流业是叉车最重要的下游应用领域	5
图 12: 制造业劳动力成本持续上升	5
图 13: 全球叉车销量稳步增长	5
图 14: 亚洲叉车消费需求全球占比过半	5
图 15: 2021 年中国叉车消费全球占比约 40%	6
图 16: 2021 年中国叉车供给全球占比约 56%	6
图 17: 2021 年全球叉车电动化率为 67.7%	7
图 18: 2021 年中国叉车电动化率为 59.8%	7
图 19: 全球仓储叉车销量快速增长	8
图 20: 中国仓储叉车销量高速增长	8
图 21: 全球仓储叉车销量占比持续提升	8
图 22: 中国仓储叉车销量占比快速提升	8
图 23: 2021 年全球平衡重式叉车电动化率为 31.4%	9
图 24: 2021 年中国平衡重式叉车电动化率为 20.4%	9
图 25: 锂电叉车渗透率快速提升	9
图 26: 1 类车和 3 类车锂电渗透率均快速提升	9
图 27: 智能叉车销量保持高速增长	10
图 28: 2021 年诺力股份电动仓储叉车国内市占率 18.3%	11
图 29: 锂电池前移式叉车获 2020 中国设计智造大奖佳作奖	11
图 30: 智能物流系统下游应用行业广泛	12
图 31: 中国人口在 2022 年首次负增长	13
图 32: 我国劳动人口数量及占比双降, 老龄化程度持续加深	13
图 33: 大型企业年收入规模稳步增长	14
图 34: 中型企业年收入规模稳中有升	14
图 35: 国家政策密集出台, 促进智能物流行业发展	15
图 36: 国内自动化物流装备市场规模近 2000 亿元	15
图 37: 国内智能仓储市场规模超 1000 亿元	15
图 38: 我国新能源汽车渗透率快速提升	16
图 39: 近年来, 我国动力电池产量高速增长	16

图 40: 中鼎集成在手订单行业分布.....	19
图 41: savoye 在手订单行业分布.....	19
图 42: 中鼎集成净利率有待提升.....	20
图 43: 法国 SAVOYE 营收稳步增长.....	20
图 44: 售后运维服务毛利率较高.....	20

## 表 目 录

表 1: 2021 年全球叉车企业排行榜.....	6
表 2: 电动叉车全生命周期成本远低于内燃叉车.....	8
表 3: 锂电池比铅酸电池性能优异.....	10
表 4: 公司在海外布局多家子公司.....	12
表 5: 智能仓储物流降本增效优势明显.....	13
表 6: 2021 年物流系统集成商全球 20 强均为海外企业.....	16
表 7: 国内智能物流企业规模较小, 成长较快.....	17
表 8: 诺力股份位列 2021 年中国物流仓储系统集成商竞争力排名第 1 名.....	18
表 9: 分业务收入及毛利率.....	21
表 10: 可比公司估值 (截至 2023 年 2 月 17 日) .....	22
附表: 财务预测与估值 .....	23

# 1 聚焦内部物流领域，2022年或为盈利能力拐点

## 1.1 物料搬运装备与智能物流系统双轮驱动

聚焦内部物流领域，物料搬运装备与智能物流系统双轮驱动。诺力股份最早可追溯至1984年成立的浙江省长兴煤炭机械配件厂，主营煤炭机械配件；1998年更名为浙江省长兴诺力机械厂；2000年，丁毅等发起人设立诺力有限公司，购买浙江省长兴诺力机械厂改制的净资产，起初主要从事轻小型手动搬运车业务，2003年向电动仓储车辆延伸，2012年开始研制电动平衡重式叉车，逐渐成为国内综合排名前六的工业车辆企业。2016年，公司收购中鼎集成90%股权，将业务范围拓展至智能物流系统领域，2019年完成中鼎集成100%股权转让。2018年通过产业基金获取法国SAVOYE公司30%股权，有助于提升公司智能物流系统的技术实力，并拓展国际市场，2019年完成对法国SAVOYE的100%股权转让。

图1：聚焦内部物流，物料搬运装备与智能物流系统双轮驱动



数据来源：公司官网，公告，西南证券整理

公司主营业务可分为物流搬运装备和智能物流系统两大板块。1) 物料搬运装备：主要包括各类轻小型搬运车辆、电动平衡重叉车、电动仓储叉车、电动牵引车、AGV叉车等。2) 智能物流系统：为各行业客户提供定制化、智能化的内部物流整体解决方案，主要包括智能仓储系统、智能输送分拣系统、无人搬运机器人及系统、自动化物流软件系统等。

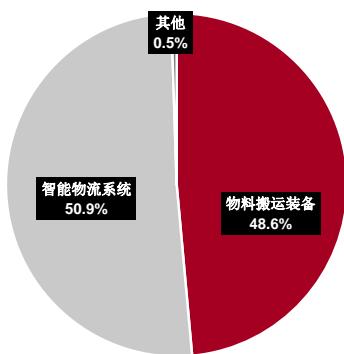
图2：诺力股份产品图谱



数据来源：公司官网，公告，西南证券整理

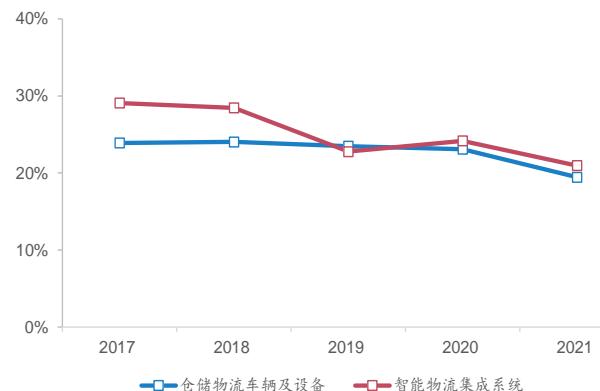
- 1) 物料搬运装备: 营收快速增长, 毛利率相对稳定。2021年, 公司物料搬运装备营收28.6亿元, 同比增长50.7%, 主要系叉车行业需求旺盛、公司加大市场拓展力度提升市占率。2021年物料搬运装备营收占比为48.6%, 毛利率为17.1%, 同比微降1.2个百分点, 主要系原材料价格上涨。
- 2) 智能物流系统: 营收持续高速增长, 毛利率略有下降。2021年, 公司智能物流系统营收30.0亿元, 同比增长43.5%, 2019-2021三年CAGR高达63.9%。2021年智能物流系统营收占比为50.9%, 毛利率为21.0%, 同比下降3.2个百分点, 主要系原材料价格上涨、行业竞争激烈。

图3: 2021年智能物流系统与物料搬运装备收入各占半壁江山



数据来源: Wind, 西南证券整理

图4: 公司各板块业务毛利率略有下降

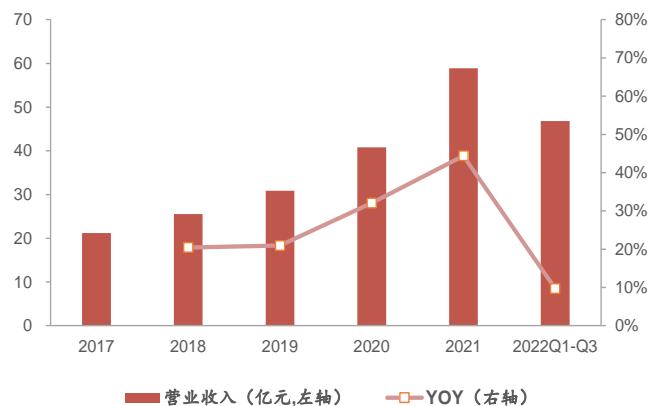


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 1.2 营收持续高增长, 2022年或为盈利能力拐点

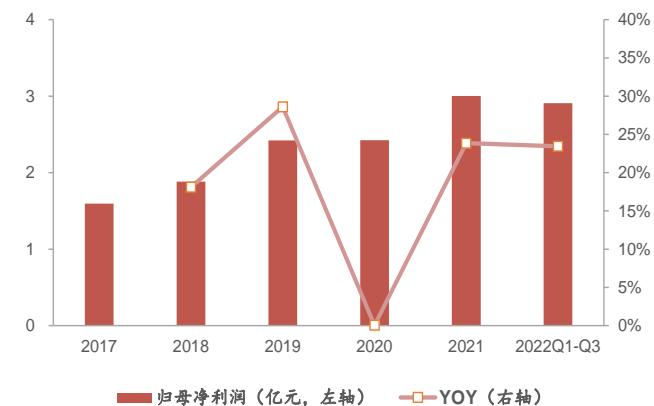
近年来, 公司营业收入持续高增长, 归母净利润稳步增加。在物料搬运装备及智能物流系统的双轮驱动下, 近年来公司营收持续高增长, 2021年实现营收58.9亿元, 同比增长44.4%, 2019-2021年3年间CAGR为32.1%; 2021年公司归母净利润为3.0亿元, 同比增长23.9%, 2019-2021年3年CAGR为16.9%。2022年前三季度, 公司实现营收46.8亿元, 同比增长9.7%; 归母净利润为2.9亿元, 同比增长23.5%。

图5: 2022年前三季度公司营业收入同比增长9.7%



数据来源: Wind, 西南证券整理

图6: 2022年前三季度公司归母净利润同比增长23.5%

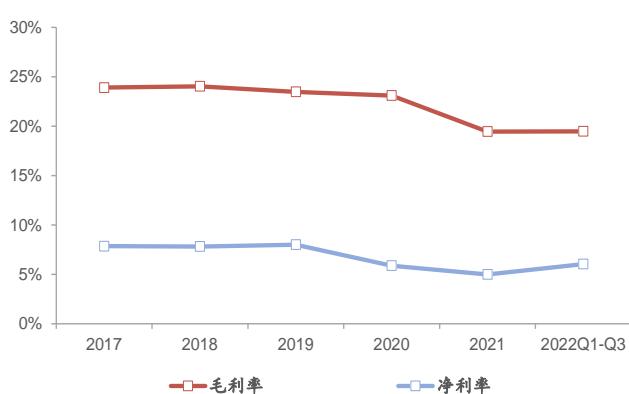


数据来源: Wind, 西南证券整理

近年来公司综合毛利率及净利率略有下降，2022年或为盈利能力拐点。2021年公司综合毛利率为19.5%，同比下降3.6个百分点；净利率为5.0%，同比下降0.9个百分点；2022年前三季度公司综合毛利率为19.5%，同比微降0.5个百分点；净利率为6.0%，同比增加0.5个百分点，净利率结束了连续3年的下降趋势。随着规模效应显现、管理能力提升，2022年或为公司盈利能力拐点，未来公司净利率有望继续回升。

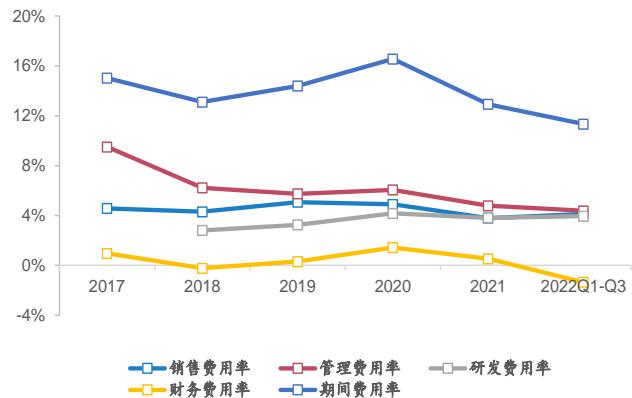
近年来公司期间费用率呈下降趋势。2021年公司期间费用率为12.9%，同比减少3.6个百分点；细分来看，2021年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为3.8%、4.8%、3.8%、0.5%，同比分别下降1.1、1.3、0.4、0.9个百分点；2022年前三季度期间费用率为11.3%，同比下降1.2个百分点。

图7：2022年或为公司盈利能力拐点



数据来源：Wind，西南证券整理

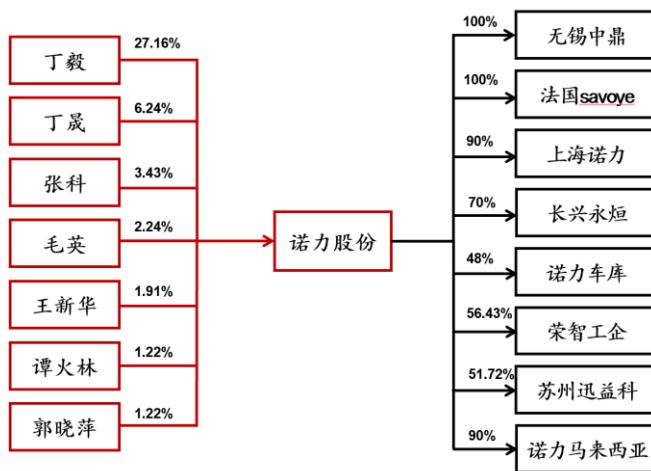
图8：公司期间费用率呈现下降趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

公司股权结构稳定。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，即丁毅及其直系亲属合计持有公司35.64%股权。公司股权结构相对集中稳定，有利于经营决策制定及施行的高效性。

图9：实控人丁毅及其直系亲属合计持有公司35.64%股权



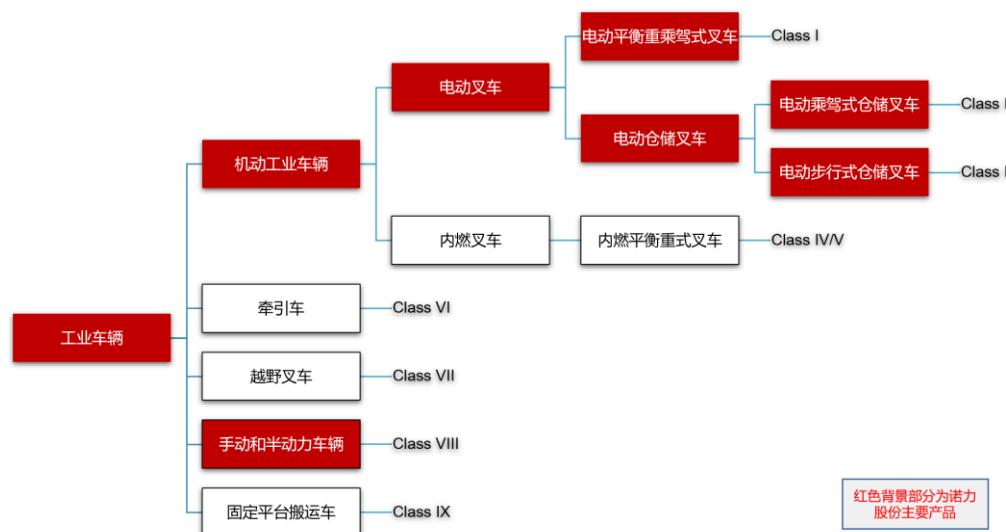
数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 叉车电动化趋势明显，大型锂电叉车成公司新增长引擎

### 2.1 市场：需求持续增长，中国占据全球主导地位

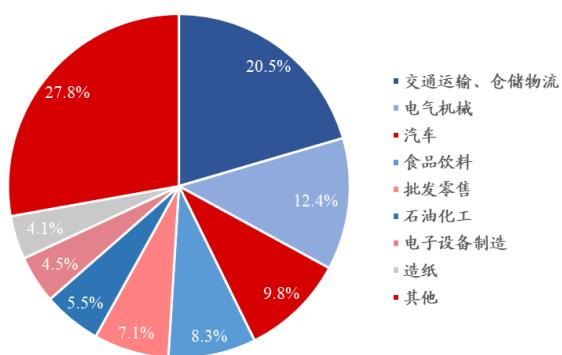
叉车即机动工业车辆，是工业车辆的主要组成部分。工业车辆是指用于搬运、牵引、推顶、起升、堆垛或在货架上分层堆垛各种货物，带有动力或非动力驱动装置的轮式车辆。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会的分类标准，工业车辆主要分为机动工业车辆、牵引车（Class VI）、越野叉车（Class VII）、手动和半动力车辆（Class VIII）和固定平台搬运车。其中，机动工业车辆又分为电动叉车（以蓄电池为动力源）和内燃叉车（以发动机为动力源），电动叉车包括电动平衡重式叉车（Class I）、电动乘驾式仓储叉车（Class II）和电动步行式仓储叉车（Class III），内燃叉车即内燃平衡重式叉车（Class IV/V）。诺力股份的物料搬运装备产品主要包括 Class I、II、III、VIII 等，即电动叉车与手动搬运车。

图 10：工业车辆分类图谱



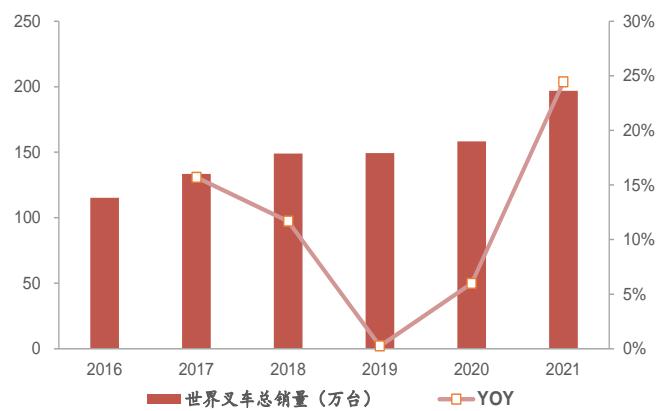
数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

叉车是国民经济机器运转的润滑油，机器代人提供长期需求动能。叉车属于物流搬运辅助设备，可减轻人工搬运劳动强度、提高物流效率，具有通用性强、机动灵活、活动范围大等特点，广泛应用于国民经济的诸多领域，其中制造业应用比例超过 50%，物流行业超过 20%，其行业景气度与国家宏观经济发展正相关。随着我国人口红利的消退，劳动力成本持续上升，根据国家统计局数据，我国制造业就业人员平均工资由 2011 年的 3.7 万元提升到 2021 年的 9.2 万元，十年间 CAGR 为 9.7%。在此背景下，劳动密集型行业机械代替人工需求不断涌现，叉车的经济性和高效性日益凸显，行业具有长期的需求动能。

**图 11：制造业与物流业是叉车最重要的下游应用领域**


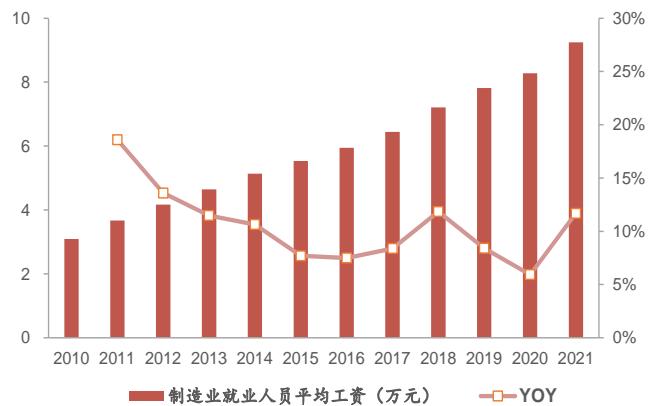
数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

从消费来看：全球叉车销量持续增长，中国消费需求全球占比约 40%。根据世界工业车辆统计协会数据，近年来全球叉车销量持续增长，2021 年高达 196.9 万辆，同比增长 24.4%；2017-2021 年 5 年间 CAGR 为 11.3%。从地区来看，亚洲是全球最大的叉车消费市场，2021 年全球消费占比 51.1%，其次为欧洲、美洲，全球占比分别为 29.6%、16.9%。2009 年以来，中国一直是全球最大的叉车消费国，2021 年消费 78.6 万辆，全球占比 39.9%。

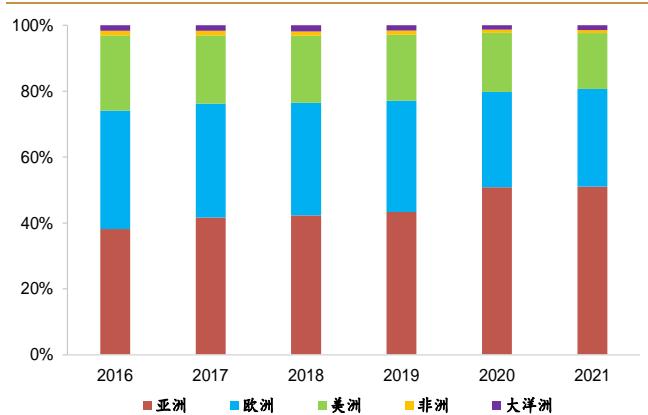
**图 13：全球叉车销量稳步增长**


数据来源：世界工业车辆统计协会，西南证券整理

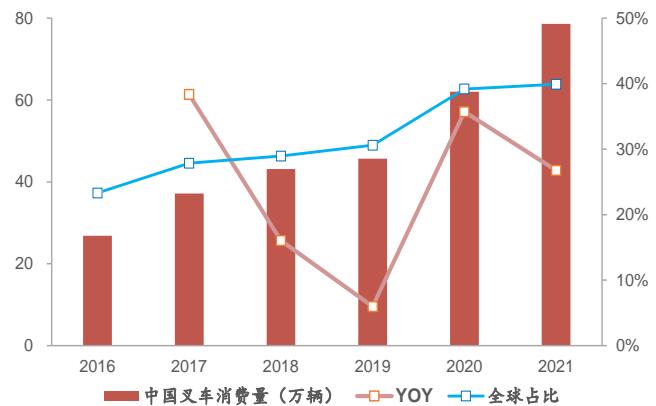
从供给来看：中国占据主导地位，全球占比约 56%。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会数据，近年来中国叉车销量稳步提升，2021 年为 109.9 万辆，同比增长 37.4%，2017-2021 年 5 年间 CAGR 为 24.3%。叉车制造技术较为成熟，技术难度相对较低，中国具备市场空间规模优势及劳动力、供应链等成本优势，凭借高性价比逐渐占据全球叉车供给的主导地位，全球占比由 2016 年的 32.1% 提升到 2021 年的 55.8%。

**图 12：制造业劳动力成本持续上升**


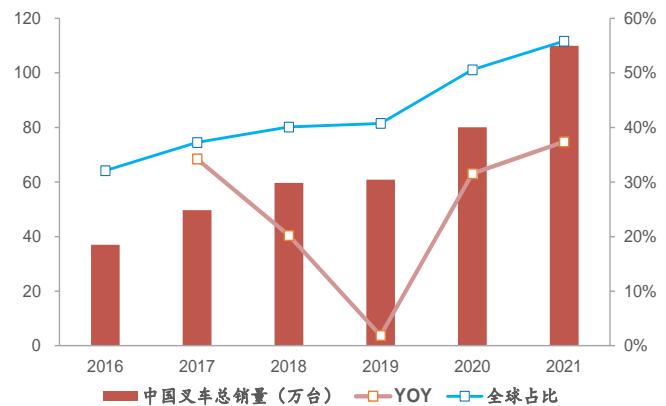
数据来源：国家统计局，西南证券整理

**图 14：亚洲叉车消费需求全球占比过半**


数据来源：世界工业车辆统计协会，西南证券整理

**图 15: 2021 年中国叉车消费全球占比约 40%**


数据来源：世界工业车辆统计协会，西南证券整理

**图 16: 2021 年中国叉车供给全球占比约 56%**


数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

从品牌来看：海外品牌仍有明显优势，国产品牌影响力在不断提高。发达国家叉车行业起步早，目前以高端产品和品牌经营为主，行业集中度较高，品牌格局较为稳定；中国叉车企业经过多年的技术积累和持续性的研发投入，在产品系列完整性、核心技术研发能力以及质量管理等方面正逐步向国际龙头企业看齐。根据美国《MMH 现代物料搬运》杂志及中国叉车网修订后的 2021 年全球叉车企业排行榜，丰田、凯傲、科朗等日德美企业占据叉车前六强，中国安徽合力、杭叉集团分列第七、第八位，浙江中力、龙工、诺力股份、比亚迪亦榜上有名。

**表 1: 2021 年全球叉车企业排行榜**

2021 年排名	公司名称	2021 年销售收入（美元）	公司总部
1	丰田工业株式会社	159.2	日本
2	凯傲集团	73.8	德国
3	永恒力集团	55.1	德国
4	三菱物捷仕有限公司	40.4	日本
5	科朗设备	40.1	美国
6	海斯特-耶鲁	30.7	美国
7	安徽合力	24.1	中国
8	杭叉集团	22.7	中国
9	斗山工业车辆公司	13.5	韩国
10	法国曼尼通	12.5	法国
11	克拉克物料搬运公司	8.1	韩国
12	浙江中力机械有限公司	6.5	中国
13	龙工叉车有限公司	6.4	中国
14	小松株式会社	6.1	日本
15	现代物料搬运	4.4	韩国
16	康姆比设备有限公司	3.9	爱尔兰
17	韶关比亚迪	2.5	中国
18	诺力股份	2.4	中国
19	柳工	1.6	中国

2021 年排名	公司名称	2021 年销售收入 (美元)	公司总部
20	宁波如意	1.5	中国

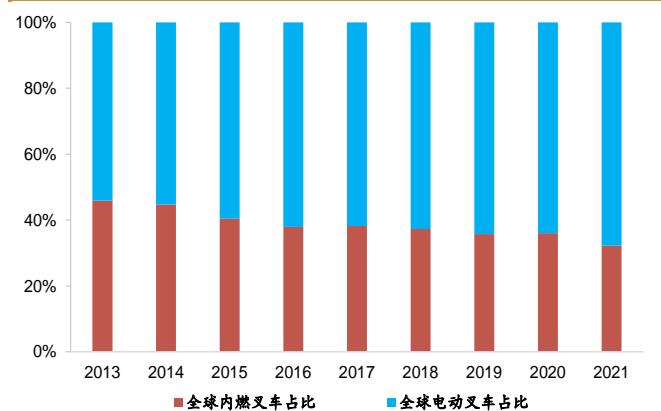
数据来源:《MMH》, 中国叉车网, 西南证券整理

## 2.2 趋势: 电动化、锂电化、智能化大势所趋

叉车电动化趋势明显, 2021 年全球电动渗透率超过 67%, 中国渗透率约 60%。电动叉车首先兴起于欧美地区, 早在 2015 年前后, 欧洲叉车电动化率已达到 85%左右, 美洲也达到 65%左右, 带动全球叉车电动化率持续提升, 根据世界工业车辆统计协会数据, 2021 年全球叉车电动化率已提升到 67.7%; 中国叉车电动化率由 2013 年的 27.1%快速提升到 2021 年的 59.8%。叉车电动化快速提升有 2 个刺激因素和 1 个结构因素。

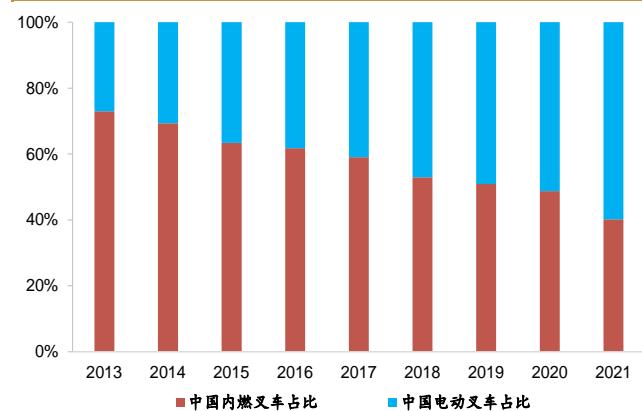
- 1) **刺激因素一: 全生命周期成本更低。** 相对于内燃叉车, 电动叉车的劣势在于初始购置成本较高, 但电动叉车的能耗成本和维护成本远低于内燃叉车, 以 3 吨叉车使用 6 年计算, 电动叉车的全生命周期成本仅约为内燃叉车的 54%。
- 2) **刺激因素二: 环保政策引导。** 国内外政府对于环保的重视程度逐渐加强, 企业对绿色环保、节能减排日益重视, 电动叉车具有无污染、噪音低等优势。
- 3) **结构因素: 仓储叉车需求旺盛, 带动叉车电动化率快速提升。** 随着国内外仓储物流业快速发展以及手动搬运车向电动搬运车转换需求的释放, 电动仓储叉车需求旺盛, 尤其是三类仓储叉车出现爆发式增长, 2017-2021 年 5 年间, 全球 CAGR 为 17.9%, 中国 CAGR 为 41.6%, 远超全部叉车销量增速。

图 17: 2021 年全球叉车电动化率为 67.7%

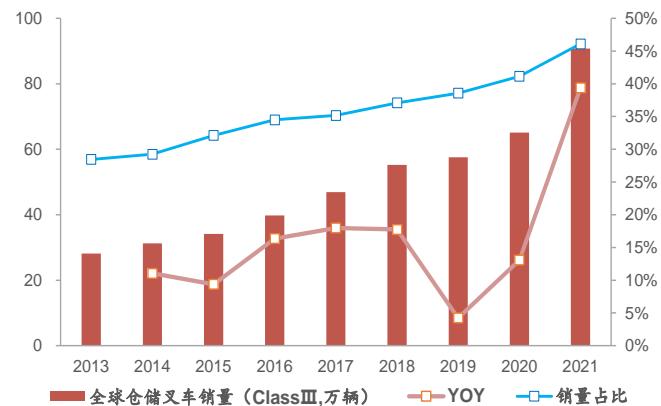


数据来源: 世界工业车辆统计协会, 西南证券整理

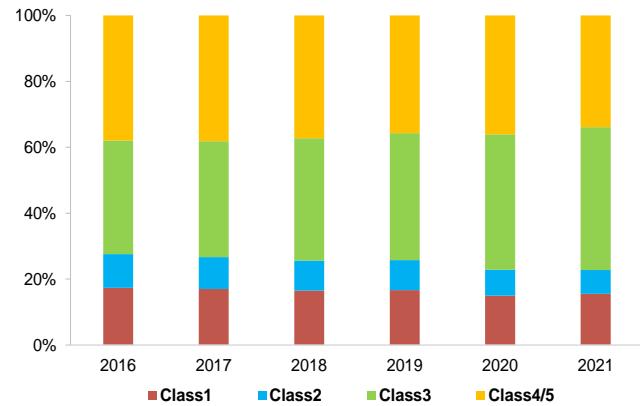
图 18: 2021 年中国叉车电动化率为 59.8%



数据来源: 中国工程机械工业协会工业车辆分会, 西南证券整理

**图 19：全球仓储叉车销量快速增长**


数据来源：世界工业车辆统计协会，西南证券整理

**图 21：全球仓储叉车销量占比持续提升**


数据来源：世界工业车辆统计协会，西南证券整理

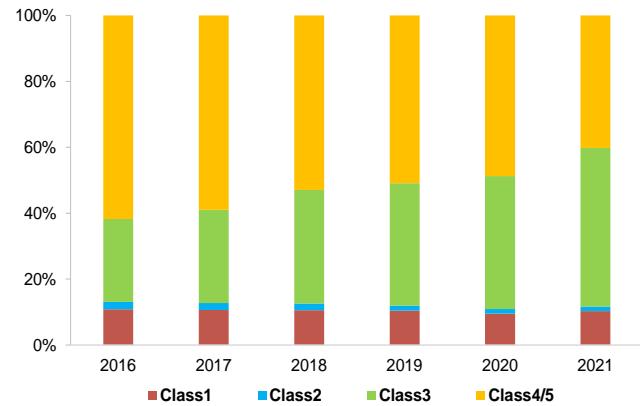
**表 2：电动叉车全生命周期成本远低于内燃叉车**

	内燃叉车 (3吨)	电动叉车 (3吨)
购置成本 (元)	60000	120000
油耗/电耗 (每小时)	3L	6 度
单价 (元)	8	1
年工作时间 (小时)	2000	2000
能耗成本 (元/年)	48000	12000
维护成本 (元/年)	3000	1000
使用年限	6	6
一年综合成本 (元)	111000	133000
二年综合成本 (元)	162000	146000
全生命周期成本	366000	198000

数据来源：中国叉车网，西南证券整理

**图 20：中国仓储叉车销量高速增长**

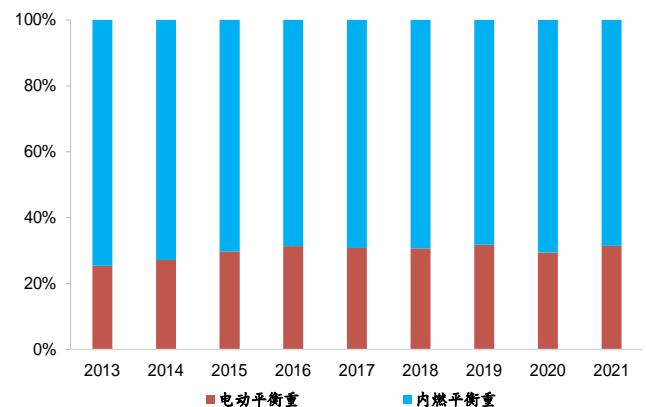

数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

**图 22：中国仓储叉车销量占比快速提升**


数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

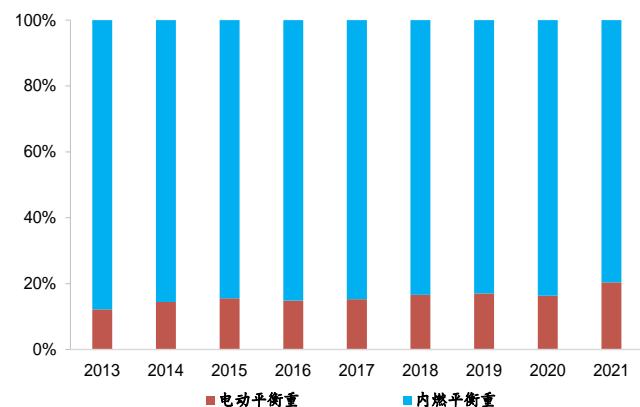
大型叉车电动化率相对较低，提升空间大。仓储叉车因体量较小，基本全部为电动叉车，带动了全部类型叉车的高电动化率。细分来看，近几年大型叉车（主要为平衡重式叉车）的电动化率提升较缓慢，2021年全球平衡重式叉车的电动化率为31.4%，中国平衡重式叉车的电动化率仅为20.4%，随着锂电叉车的快速推广，大型叉车的电动化率有望快速提升。

图 23：2021年全球平衡重式叉车电动化率为31.4%



数据来源：世界工业车辆统计协会，西南证券整理

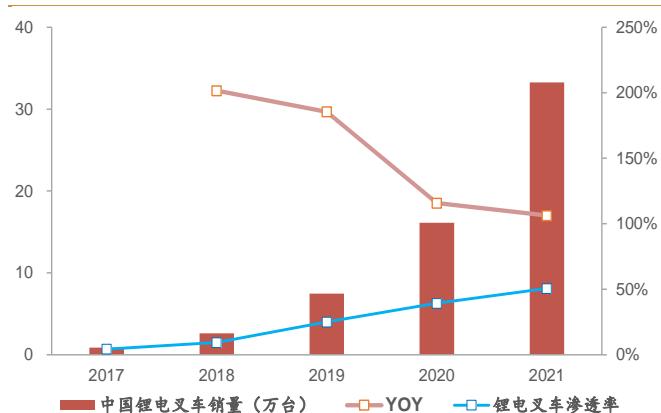
图 24：2021年中国平衡重式叉车电动化率为20.4%



数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

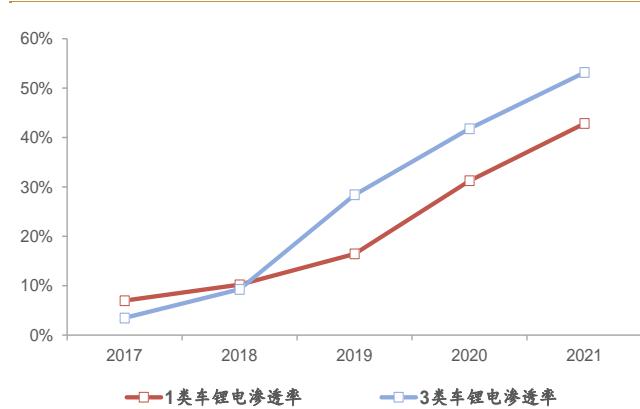
锂电池性能优异，2021年锂电池叉车渗透率高达50.6%。电动叉车的动力源主要包括铅酸电池和锂电池，相较于铅酸电池，锂电池质量更轻、体积更小、能量密度更高，配置锂电池的叉车型号更加紧凑，整车稳定性更高；此外，锂电池充电速度更快，使用寿命更长，维护成本更低，更绿色环保。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会数据，我国锂电池叉车销量由2017年的8681台迅速增至2021年的33.3万台，年均复合增长率高达148.8%，占电动叉车销售量的比重也从2017年的4.3%提升到2021年的50.6%。细分来看，1类车锂电池渗透率由2017年的7.0%提升到2021年的42.9%，3类车锂电池渗透率由2017年的3.5%提升到2021年的53.2%。随着锂电池的技术进步、成本下降，锂电池叉车替代铅酸电池叉车的进程将继续加速。

图 25：锂电池叉车渗透率快速提升



数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

图 26：1类车和3类车锂电池渗透率均快速提升



数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

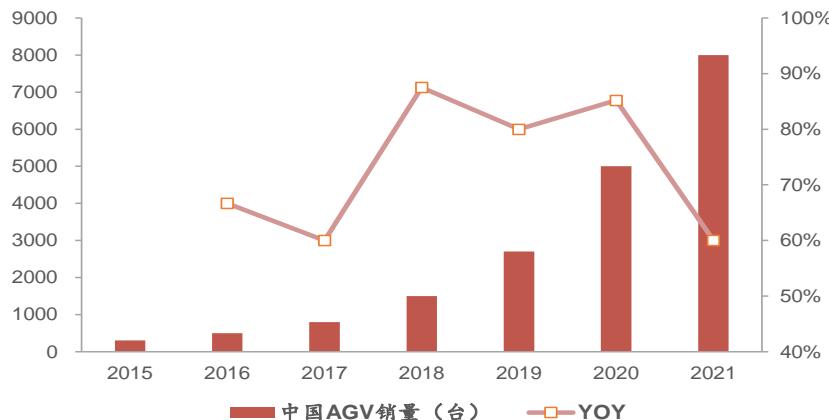
表 3：锂电池比铅酸电池性能优异

	锂电池	铅酸电池
单体电压 (V)	3.2	2.1
重量比能量 (W·h/kg)	130-150	30-50
循环寿命 (次)	>3000	250-350
工作温度 (°C)	-20-60	-5-30
自放电率	<3%/月	15%-30%/月
充放电效率	>99%	80%
动力性能	持续稳定输出	低压时动力弱
最大放电电流	30C	20C
充满电所需时间 (h)	1-3	8-10
环保性	安全、环保	腐蚀、污染

数据来源：中国知网，中国叉车网，西南证券整理

智能叉车进入前期导入期，是未来的发展方向。智能叉车（AGV、叉式移动机器人）是在叉车上加载各种导航技术，构建地图算法，辅以避障安全技术，具备无人驾驶、远程监控、管理等功能，相比于传统叉车，智能叉车能保证操作精度、效率和安全性，可维持 24 小时全天候稳定运转，是叉车行业的未来发展方向。近年来，智能叉车技术不断走向成熟，销量持续增长，根据中国移动机器人（AGV/AMR）产业联盟数据，中国 AGV 销量由 2016 年的 500 台增加至 2021 年的 8000 台，5 年间 CAGR 为 74.1%。随着智能叉车技术继续进步、成本逐年降低，其应用规模将持续扩大。

图 27：智能叉车销量保持高速增长



数据来源：中国移动机器人（AGV/AMR）产业联盟，西南证券整理

## 2.3 公司：老牌叉车企业，大型锂电叉车成为新增长引擎

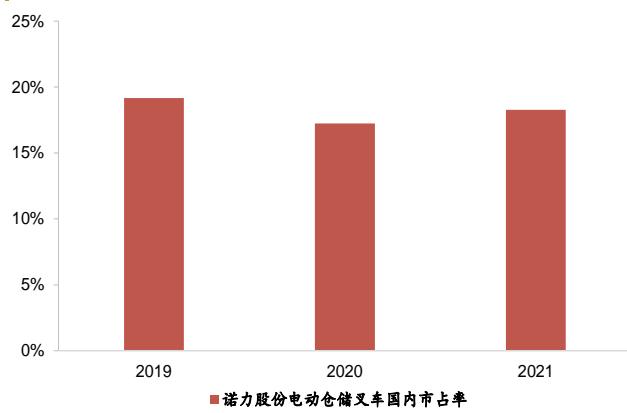
### （一）诺力股份在工业车辆领域国内综合排名前六，细分领域位居前三

公司拥有 20 多年的叉车制造经验，是国内综合排名前六的老牌叉车企业。公司成立于 2000 年，起初主要生产手动搬运车，2003 年开始研制电动仓储叉车，2012 年开发电动平衡重式叉车（即大型叉车），是国内综合排名前六的老牌叉车企业，产品竞争力强，“天罡”

电动搬运车、锂电池前移式叉车获 2020 中国设计智造大奖佳作奖。

轻小型手动搬运车做到全球龙头，电动仓储叉车销量位列国内前三。因在 2005 年是国内唯一一家面对欧盟反倾销赢得胜诉（手动液压托盘搬运车）的企业，公司通过手动搬运车迅速在海外市场站稳脚跟，逐步形成品牌影响力，截止 2022 年连续 20 年占据全球轻小型手动搬运车销量第一位。公司顺应搬运车手动转电动的行业趋势，逐步向电动仓储叉车倾斜，已连续多年位列国内电动仓储叉车销量前三名，2021 年市占率为 18.3%。电动仓储叉车的快速增长保障公司轻小型叉车整体的稳定增长与市场地位。

图 28：2021 年诺力股份电动仓储叉车国内市占率 18.3%



数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，西南证券整理

图 29：锂电池前移式叉车获 2020 中国设计智造大奖佳作奖



数据来源：公司官网，西南证券整理

## （二）已成立大车事业部独立负责大型叉车业务，积极布局新产能

公司叉车业务主要有三大生产基地：以诺力股份本部和永烜机械为主的中国湖州生产基地、马来西亚生产基地和越南生产基地，其中马来西亚和越南生产基地主要面向海外市场，以规避海外可能的政策限制。

已成立大车事业部独立负责大车业务，大幅提高大型锂电叉车产能。公司积极拥抱叉车电动化、锂电化的发展契机，重点突破大型锂电叉车，近三年公司大型叉车销量保持高速增长，复合增速约 35%，但国内市占率仍不足 3%，发展空间大。公司已成立大车事业部独立负责大型叉车，有利于提高运营团队的积极性。根据市场需要，公司计划大幅提高大型锂电叉车的产能，预计大型叉车业务将保持高速增长，成为公司叉车板块的新增长引擎。

## （三）加强渠道布局，“渠道+ODM/OEM 代工+大客户”三管齐下

- 1) **渠道：**销售网络遍布全球，线上+线下共同发力。在国内市场，通过自营&合营相结合的模式积极发展经销商，目前与 100 多家代理商保持深度合作，遍布全国各地，并联合电商代理商（天猫、京东等）协同作战，吸引精准流量。在海外市场，公司在德国、美国、俄罗斯和马来西亚、越南、新加坡均设有子公司，分别负责欧洲、北美、俄罗斯、东南亚地区的销售与服务，形成全球化布局的销售渠道和销售网络。
- 2) **ODM/OEM：**公司与永恒力、德国凯傲、日本丰田、美国纳科等多家全球知名叉车企业保持深度合作，通过 ODM/OEM 形式为其代工轻小型搬运车及大型叉车，将诺力股份的制造成本优势与凯傲等公司的品牌优势相结合，实现销售规模的快速扩大。
- 3) **大客户：**公司利用服务及时等竞争优势重点攻略国内大客户，为其一站式提供叉车产品，实施精准营销。

表 4：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，拥有齐全的配件库存，为欧洲市场经销商提供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，公司设有仓库，产品、配件库存充足，及时供应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，致力于诺力在北美市场的渠道开发和销售，设有仓库和充足的产品和配件库存，确保北美经销商的产品和配件需求。公司负责人 Loren Swakow 先生拥有近 40 年业内从业经验，曾担任美国仓储物流设备经销商协会主席。目前公司已经开发了 30 多家代理商与 100 多家仓储物料设备经销商。
诺力马来西亚	诺力马来西亚公司成立于 2013 年，实现完全自主生产，占地面积 10590 平方米，员工近 200 人，大量采用自动化生产，是一间现代化、国际化的生产工厂，为欧洲市场提供高质量并且价格合理的手动搬运车。
诺力越南	诺力股份海外生产基地之一，主要产品为轻小型搬运车辆。
诺力新加坡	诺力新加坡成立于 2017 年，以新加坡作为枢纽，辐射并进一步拓展亚太地区市场。

数据来源：公司官网，西南证券整理

### 3 智能物流需求旺盛，公司将进入利润释放期

#### 3.1 需求：降本增效催生需求，智能物流市场规模超 2000 亿

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智能物流系统；下游是应用智能物流系统的新能源、烟草、医药、电子商务、汽车、规模零售等众多行业。

图 30：智能物流系统下游应用行业广泛



数据来源：兰剑智能招股书，西南证券整理

降低土地、人工成本，提高运营效率，智能物流降本增效优势明显。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。智能物流主要应用于工业生产和商业流通两大领域。

- 1) **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。
- 2) **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 5: 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, 西南证券整理

#### (一) 成本端: 我国人口或进入负增长, 老龄化程度持续加深, 劳动力人口占比下降。

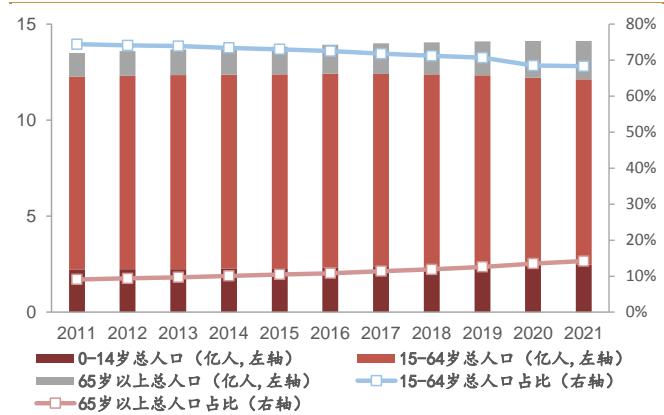
根据国家统计局数据, 2022 年我国总人口为 14.11 亿人, 同比下降 0.06%, 首次出现负增长。中国 15-64 岁劳动年龄人口比重自 2011 年即开始下降, 由 2011 年的 74.4% 下降到 2021 年的 68.3%; 绝对数量也自 2014 年开始出现负增长, 由 2014 年的 10.1 亿人下降到 2021 年的 9.6 亿人。老年人口数量则稳步增长, 占比由 2011 年的 9.1% 上升到 2021 年的 14.2%, 人口老龄化程度持续加深。这种人口结构转变趋势在劳动力市场上将反映为劳动力短缺的现象, 人工成本将持续上升, 智能物流因此具备长期需求动力, 这一点与叉车的需求逻辑一致。

图 31: 中国人口在 2022 年首次负增长



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 32: 我国劳动人口数量及占比双降, 老龄化程度持续加深



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

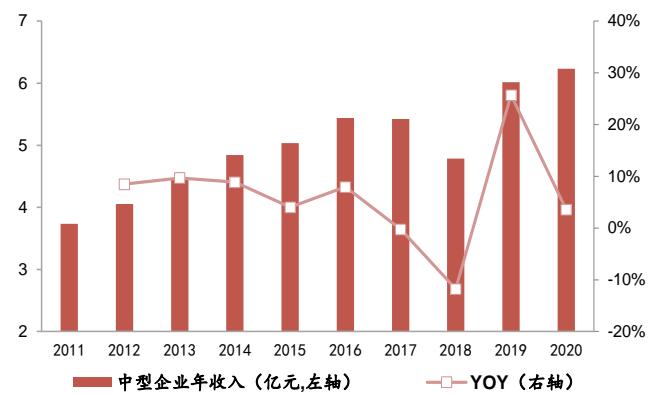
**(二) 效率端：**中国经济稳步增长，中大型企业规模实力逐步增强，需要智能物流提高生产、运输效率。随着中国经济的快速发展，国内企业规模与实力也快速增长，根据国家统计局数据，国内大型企业平均年收入规模由 2011 年的 39.4 亿提升到 2020 年的 56.3 亿元，中型企业年平均收入规模由 2011 年的 3.7 亿提升到 2020 年的 6.2 亿。企业随着规模的快速增长，对生产效率、运输效率、管理效率的提升更加迫切，对智能物流系统的需求自然产生。

图 33：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

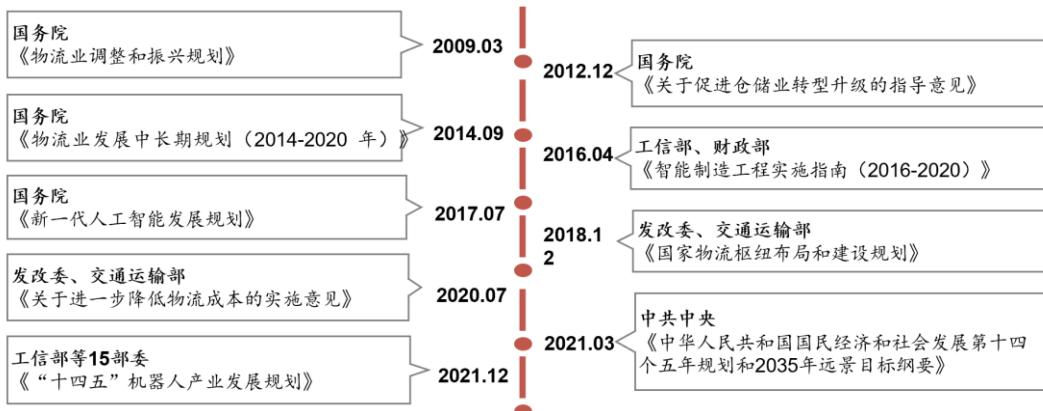
图 34：中型企业年收入规模稳中有升



数据来源：国家统计局，西南证券整理

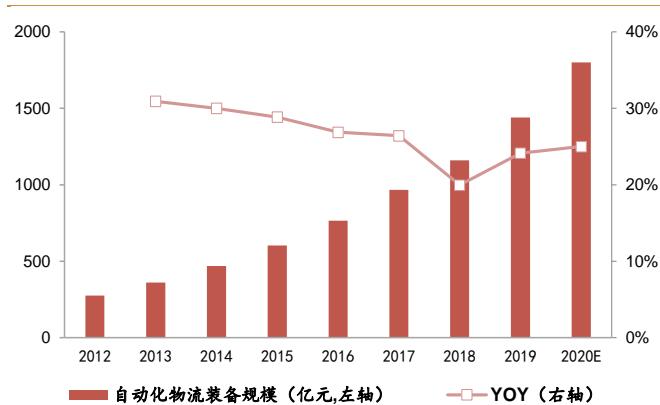
### (三) 政策端：国家密集发布智能物流刺激政策，推动智能物流技术进步及应用水平

- 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，提升仓储运营管理能力和效率；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%。

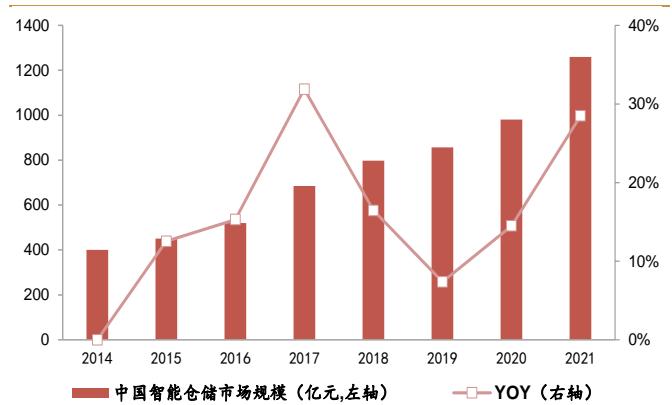
**图 35：国家政策密集出台，促进智能物流行业发展**


数据来源：中国政府官网，西南证券整理

**智能物流市场规模超 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%，保守假设 2021-2022 年复合增速为 15%，则 2022 年我国智能物流市场规模约 2380 亿元。根据高工机器人产业研究所数据，2021 年国内智能仓储市场规模为 1260 亿元，同比增长 28.5%。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 36：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

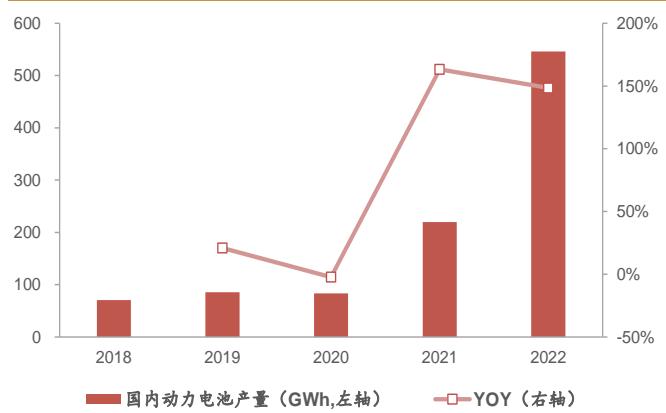
**图 37：国内智能仓储市场规模超 1000 亿元**


数据来源：高工机器人产业研究所，西南证券整理

**汽车制造行业需求规模大，锂电池行业需求增速高。**汽车制造是对智能物流系统需求较大的传统行业之一，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，对智能物流系统仍保持较高的市场需求。此外，锂电池制造线基本全部实现智能化，随着新能源汽车渗透率快速提升，锂电池产能保持高速增长态势，2022 年国内动力锂电池产量为 545.9GWh，同比增长 148.5%，为智能物流系统带来旺盛需求。随着锂电池逐步扩产进入 TWh 时代，对智能物流的需求将持续增长。

**图 38：我国新能源汽车渗透率快速提升**


数据来源：数据来源：Wind，西南证券整理

**图 39：近年来，我国动力电池产量高速增长**


数据来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，西南证券整理

### 3.2 供给：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43.0亿美元位列第二，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、胜斐迩较早进入国内市场，并形成较强竞争力。

**表 6：2021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
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

排名	公司	成立时间	2021年全球收入 (亿美元)	总部
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》, 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。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, 下游客户认可度越来越高, 正处于快速发展阶段。

**国内智能物流企业数量多、规模小, 市场集中度有待提高**。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、诺力股份 (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、具备先发优势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, 市场份额逐渐向头部企业集中。

表7: 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。主要提供快递电商行业的智能物流输送分拣系统, 正在向智能物流仓储系统拓展。	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。	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。主要提供智能物流输送分拣系统, 及其关键零部件——辊筒。	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。主要提供智能物流输送系统、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
诺力股份	诺力股份成立于2000年, 总部位于浙江省湖州市。智能物流系统国内主要主体为子公司中鼎集成。中鼎集成成立于2009年, 主要提供智能仓储系统。	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。主要提供货架及智能仓储系统。	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。主要提供智能仓储系统。	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。专注于工业生产中的智能物料传送、仓储、分拣系统。	2.0

数据来源: Wind, 西南证券整理

### 3.3 公司：智能仓储国内龙头，2023 年进入利润释放期

#### (一) 中鼎集成和法国 savoye 均为国内外智能物流领军企业

公司智能物流系统业务主体主要为全资子公司中鼎集成和法国 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 年成为茂名股份全资子公司。茂名股份因此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位列第一。
- 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》公布的全球物流系统集成商 20 强榜单。2019 年成为公司全资子公司。

表 8：茂名股份位列 2021 年中国物流仓储系统集成商竞争力排名榜第一名

排名	企业名称	综合得分
1	茂名股份	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

数据来源：高工机器人产业研究所 GGII，西南证券整理

#### (二) 核心软硬件自研自产构筑核心竞争力

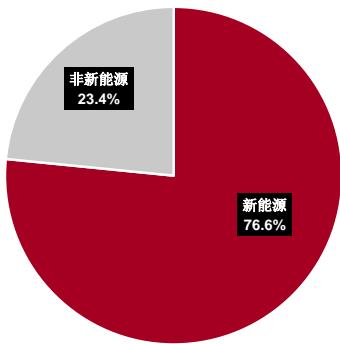
堆垛机、穿梭车是智能仓储系统的关键核心设备，无锡中鼎结合客户需求独立研发生产堆垛机，法国 savoye 多层穿梭车技术领先，辅以焊接式非标货架、特殊专机输送设备等其他关键核心设备和智能软件系统，构成无锡中鼎与 savoye 在智能物流系统集成领域的核心竞争力，两者共同归于茂名股份旗下后可实现技术资源互补。核心设备自产既可以保证各个设备间的兼容性，提升系统稳定性和运转效率，又可以有效缩短设计、施工和调试周期，并提高公司的售后服务和维护能力。

#### (三) 客户资源优势突出，新接及在手订单充足

由于建筑、土地、内部工艺等各方面因素限制，不同行业的客户需求差异较大，智能物流系统多为定制化产品，项目的质量、安全性、稳定性十分依赖供应商的项目管理水平和经验，客户更倾向于挑选成功案例多、业内口碑好的供应商。截至 2021 年底，公司在全球范围内已完成超 2000 个案例，涉及电子商务、零售、冷链、医药、新能源、汽车等上百个领域，拥有丰富的项目实施经验和良好的业内口碑，收获众多行业头部客户，能够持续稳定获

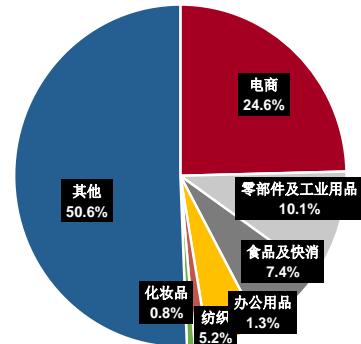
取订单。2021 年，中鼎集成营收 12.8 亿元，新接订单 28.6 亿元；法国 savoye 营收 14.5 亿元，新接订单 15.7 亿元。2022H1，中鼎集成新接订单 12.4 亿元，在手订单 46.0 亿元，新能源行业客户占比 76.6%，公司是宁德时代主要供应商；法国 savoye 新接订单 9.7 亿元，在手订单 11.9 亿元。公司智能物流系统在手订单充足，截至 2022H1，合计高达 62.6 亿元（2021 年营收 30 亿）。

图 40：中鼎集成在手订单行业分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：savoye 在手订单行业分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

#### （四）内部管理优化，2023 年进入收获期

1) 中鼎集成：上下一心，飞龙在天。内部管理的明显改善，将有效提升公司净利率水平，净利润有望实现大幅增长。

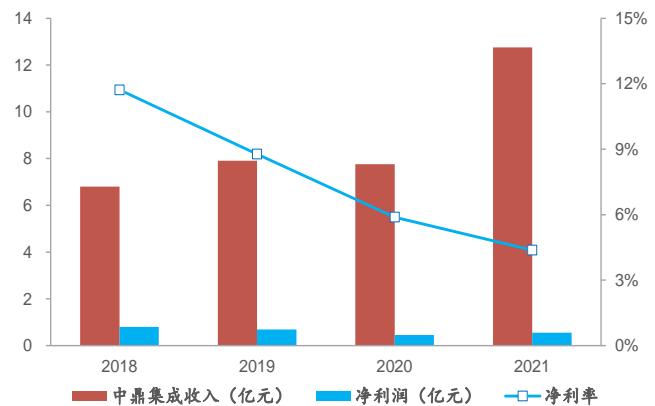
①管理层梳理清楚，邀请行业重磅专家加盟：原总经理张科于 2022 年 2 月辞职，改任诺力总部副总裁；诺力股份高管李小兵担任中鼎集成常务副总，主导公司日常运营；2023 年，公司聘任德马泰克（全球第二大智能物流系统集成商）杨天彪担任中鼎集成总经理。

杨天彪：2008 年加入德马泰克中国，先后担任德马泰克物流系统（苏州）有限公司总经理，中国区首席营运官（COO），全球方案管理部高级总监，带领团队负责或参与德马泰克中国大部分产品和技术引进工作，在产品开发、工厂管理、市场营销和售后服务方面具备丰富经验。

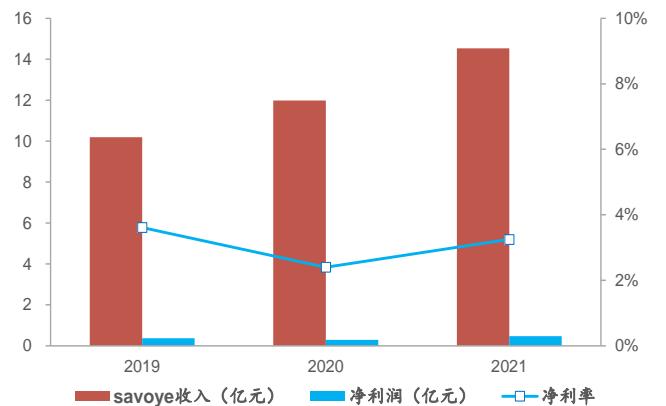
②激励制度优化：加大对管理层及核心员工的激励力度，并施行 KPI 绩效考核制度，降本增效、提高净利率成为公司现阶段重要发展任务。

③项目交付能力加强：项目从开展到试运行耗时从 2021 年的 100 天缩短到 2022 年的 68 天。

2) savoye：2021 年底对法国 savoye 管理层及核心骨干实施股权激励。

**图 42：中鼎集成净利率有待提升**


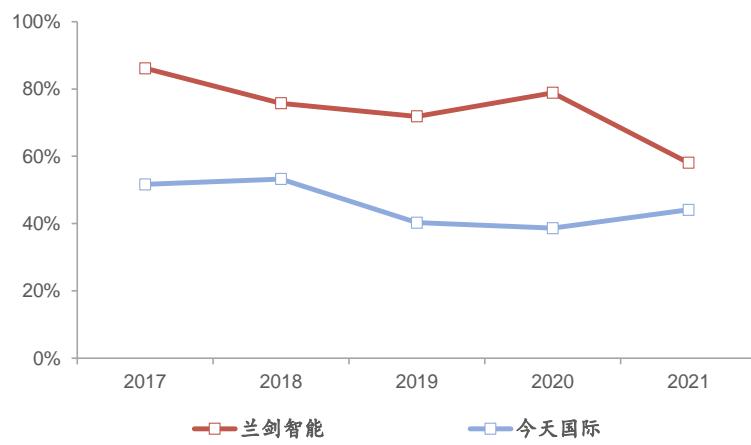
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 43：法国 SAVOYE 营收稳步增长**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### （五）积极拓展售后运维业务，培育第三利润增长极

公司成立子公司独立负责售后运维服务。售后运维服务包括项目维修检测、零部件更换保养等，公司成立子公司诺力租赁服务有限公司和无锡力鼎技术有限公司，分别独立负责叉车和智能物流系统的售后运维服务。拓展售后运维服务主要有两大优势：①高质量的售后运维服务有助于巩固已有市场，吸引更多新客户；②售后运维服务毛利率高，利润贡献大，savoye、兰剑智能、今天国际的售后运维服务毛利率普遍超过 40%。

**图 44：售后运维服务毛利率较高**


数据来源：各公司年报，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司在物料搬运装备领域重点拓展大型锂电叉车，随着产能逐步释放，预计大型叉车销量及市占率将逐步提升。由于公司叉车业务海外市场占比近 60%，2022 年美元升值带来汇兑收益，预计毛利率同比增加，2023-2024 年保持相对稳定，预计 2022-2024 年物料搬运装备毛利率分别为 20.6%、19.5%、19.4%。

假设 2：智能物流系统集成在手订单充裕，内部管理改善将有效提升公司盈利能力，预计 2022-2024 年毛利率分别为 18%、20.5%、21.5%。

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 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
物料搬运装备	收入	2858.41	3280.76	3925.70	4856.21
	增速	50.67%	14.78%	19.66%	23.70%
	毛利率	17.09%	20.58%	19.46%	19.42%
智能物流系统集成	收入	2998.41	3400.00	4165.00	5057.25
	增速	43.47%	13.39%	22.50%	21.42%
	毛利率	20.96%	18.00%	20.50%	21.50%
其他业务	收入	30.16	30.16	30.16	30.16
	增速	-66.49%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	93.00%	90.00%	90.00%	90.00%
合计	收入	5886.98	6710.92	8120.86	9943.62
	增速	44.39%	14.00%	21.01%	22.45%
	毛利率	19.45%	19.58%	20.25%	20.69%

数据来源：Wind, 西南证券

### 4.2 相对估值

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。4 家可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 20/15/12 倍。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 4.0、5.3、6.9 亿元，未来三年归母净利润复合增长率为 32.1%。公司叉车业务保持稳定增长，智能物流系统盈利能力改善，估值理应修复，给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应目标价 29.55 元，维持“买入”评级。

表 10：可比公司估值（截至 2023 年 2 月 17 日）

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688557	兰剑智能	33.92	1.11	1.41	1.95	2.55	25	24	17	13
300532	今天国际	17.18	0.30	0.80	1.25	1.74	37	22	14	10
603298	杭叉集团	21.54	1.05	1.17	1.40	1.67	16	18	15	13
600761	安徽合力	18.55	0.86	1.15	1.43	1.85	15	16	13	10
可比公司平均值							23	20	15	12

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

- 1) 疫情反弹风险。系统集成项目属于工程类项目，若项目地出现新冠疫情，项目实施和验收将有可能延后，将对公司的经营业绩产生不利影响。
- 2) 新能源订单减少风险。公司新能源行业订单占比较大，若新能源行业扩产速度低于预期，新签订单减少或不持续，且公司在非新行业订单拓展不及预期，将对公司的经营业绩产生不利影响。
- 3) 行业竞争加剧风险。目前国内智能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。

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	5886.98	6710.92	8120.86	9943.62	净利润	293.70	388.32	519.80	684.77
营业成本	4741.84	5396.62	6476.10	7886.08	折旧与摊销	99.76	78.24	78.24	78.24
营业税金及附加	21.71	30.20	36.54	39.77	财务费用	31.49	-71.43	24.18	51.74
销售费用	223.35	268.44	300.47	348.03	资产减值损失	-16.68	66.00	40.00	40.00
管理费用	281.61	590.56	682.15	815.38	经营营运资本变动	-37.37	-1341.80	-356.89	-395.68
财务费用	31.49	-71.43	24.18	51.74	其他	-139.08	-65.49	-68.15	-44.05
资产减值损失	-16.68	66.00	40.00	40.00	经营活动现金流量净额	231.83	-946.16	237.17	415.01
投资收益	0.48	5.00	5.00	5.00	资本支出	-35.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	17.05	-10.00	10.00	10.00	其他	162.30	-5.00	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	28.00	30.00	30.00	投资活动现金流量净额	126.52	-5.00	15.00	15.00
<b>营业利润</b>	<b>342.31</b>	<b>453.53</b>	<b>606.41</b>	<b>807.61</b>	短期借款	-107.70	631.39	-7.63	-90.47
其他非经营损益	-2.77	-2.00	-2.00	-2.00	长期借款	142.16	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>339.53</b>	<b>451.53</b>	<b>604.41</b>	<b>805.61</b>	股权融资	-7.26	0.00	0.00	0.00
所得税	45.83	63.21	84.62	120.84	支付股利	-77.28	-60.04	-79.37	-105.52
<b>净利润</b>	<b>293.70</b>	<b>388.32</b>	<b>519.80</b>	<b>684.77</b>	其他	-57.84	48.23	-24.18	-51.74
少数股东损益	-6.51	-8.54	-7.80	-6.85	筹资活动现金流量净额	-107.91	619.58	-111.18	-247.74
归属母公司股东净利润	300.22	396.86	527.59	691.62	<b>现金流量净额</b>	252.08	-331.59	140.99	182.28
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
货币资金	1002.68	671.09	812.09	994.36	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1426.97	1652.98	1976.62	2422.76	销售收入增长率	44.39%	14.00%	21.01%	22.45%
存货	2304.61	2631.87	3176.80	3860.38	营业利润增长率	20.98%	32.49%	33.71%	33.18%
其他流动资产	1050.51	280.33	291.26	305.40	净利润增长率	22.50%	32.21%	33.86%	31.74%
长期股权投资	20.82	20.82	20.82	20.82	EBITDA 增长率	7.65%	-2.79%	53.98%	32.27%
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	562.39	516.64	470.88	425.13	毛利率	19.45%	19.58%	20.25%	20.69%
无形资产和开发支出	866.42	835.39	804.36	773.33	三费率	9.11%	11.74%	12.40%	12.22%
其他非流动资产	406.81	405.36	403.91	402.45	净利润率	4.99%	5.79%	6.40%	6.89%
<b>资产总计</b>	<b>7641.21</b>	<b>7014.47</b>	<b>7956.74</b>	<b>9204.64</b>	ROE	13.98%	15.82%	17.95%	19.71%
短期借款	407.26	1038.65	1031.02	940.55	ROA	3.84%	5.54%	6.53%	7.44%
应付和预收款项	2258.75	2648.20	3112.97	3813.68	ROIC	17.39%	12.66%	15.54%	18.49%
长期借款	418.79	418.79	418.79	418.79	EBITDA/销售收入	8.04%	6.86%	8.73%	9.43%
其他负债	2454.87	454.14	498.85	557.26	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5539.68</b>	<b>4559.78</b>	<b>5061.64</b>	<b>5730.28</b>	总资产周转率	0.89	0.92	1.08	1.16
股本	267.18	267.18	267.18	267.18	固定资产周转率	10.67	12.85	17.05	23.09
资本公积	690.74	690.74	690.74	690.74	应收账款周转率	6.02	5.32	5.43	5.50
留存收益	1300.44	1637.26	2085.48	2671.58	存货周转率	2.38	2.17	2.22	2.24
归属母公司股东权益	2063.90	2425.59	2873.81	3459.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.43%	—	—	—
少数股东权益	37.63	29.09	21.30	14.45	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2101.53</b>	<b>2454.68</b>	<b>2895.11</b>	<b>3474.36</b>	资产负债率	72.50%	65.01%	63.61%	62.25%
负债和股东权益合计	7641.21	7014.47	7956.74	9204.64	带息债务/总负债	14.91%	31.96%	28.64%	23.72%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	流动比率	1.18	1.34	1.42	1.49
EBITDA	473.56	460.34	708.83	937.59	速动比率	0.71	0.67	0.70	0.73
PE	16.93	12.81	9.63	7.35	股利支付率	25.74%	15.13%	15.04%	15.26%
PB	2.46	2.10	1.77	1.47	<b>每股指标</b>				
PS	0.86	0.76	0.63	0.51	每股收益	1.12	1.49	1.97	2.59
EV/EBITDA	9.15	11.40	7.19	5.15	每股净资产	7.72	9.08	10.76	12.95
股息率	1.52%	1.18%	1.56%	2.08%	每股经营现金	0.87	-3.54	0.89	1.55
					每股股利	0.29	0.22	0.30	0.39

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfy@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
广深	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn