

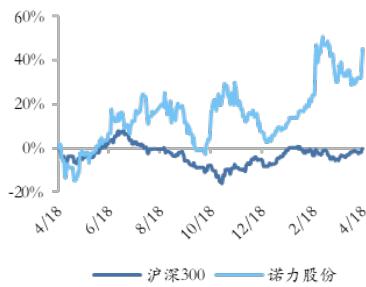
# 新能源叉车领军者，全栈式仓储物流方案提供商

## 投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-04-19

收盘价（元）	22.21
近 12 个月最高/最低（元）	23.36/13.32
总股本（百万股）	267.18
流通股本（百万股）	267.18
流通股比例 (%)	100.00
总市值（亿元）	59.34
流通市值（亿元）	59.34

## 公司价格与沪深 300 走势比较



## 分析师：尹沿技

执业证书号: S0010520020001

邮箱: yinyj@hazq.com

## 分析师：王奇珏

执业证书号: S0010522060002

邮箱: wangqj@hazq.com

## 分析师：张帆

执业证书号: S0010522070003

邮箱: zhangfan@hazq.com

## 相关报告

1. 《华安证券计算机行业专题：工业软件为何能强势崛起，从高维视角看工业软件投资机会，经营管理与工业互联网篇》2021-8-16

## 主要观点：

### ● 中鼎集成利润释放期来临，新能源订单数量和质量双优

全资子公司中鼎集成作为智能物流与仓储行业领先企业，积极与新能源头部企业开展合作，交付规模快速爬升。根据测算，公司该业务占细分市场整体份额约为四成，积累了相当可观的标杆项目和客户口碑。受到下游新能源汽车市场和蓄势待发的储能行业影响，电池产能有望持续扩张，仓储需求将随之稳健高速增长。从营收兑现的角度来看，公司 2022 年兑现新能源订单 13 亿元，尚未完成订单为 40 亿元，2022 取得新能源相关新订单 23 亿元，未来营收放量潜力十分可观。此外，电池产业技术变革将带来大量的产线升级和改造需求，公司业务有望向纵深拓展，渗透至更多制造和后端仓储环节。

### ● 电动叉车行业增速令人瞩目，能源革命下最易忽视的高成长赛道

相比传统内燃车，电动叉车具备的优势包括但不限于 1) 运维难度、频率、成本的全面下降；2) 能源消耗低，环保指标优秀；3) 市场单价较高，单车毛利可观；4) 在国内丰富的新能源产业链配套下，盈利优势显著。近五年来，电动叉车年产量呈现快速上升的态势，2023 年随着经济复苏，增速有望突破压制形成有效反弹，赛道成长性非常值得关注。从市场占比情况看，公司大型电动叉车市场占有率不足 4%，未来成长空间巨大。随着公司大车战略的稳步推进，产线落地交付，高毛利业务占比将逐年抬升。

### ● 借力产业东风，发力智能制造与先进 AGV 机器人设备

随着人口结构变化和劳动力成本上升，物流及仓储智能化成为行业既定趋势。2021 年疫情影响消退叠加 AI 物流兴起，我国智能物流市场规模突破 6000 亿元，同比增长 10.9%，预计 2022 年保持 17.7% 增速，规模达到 7623 亿元。公司在享受高行业β的同时，积极投入研发 AGV 机器人和智能制造相关软硬件，相关产品已经批量出货，适应更多高标准、定制化的仓储场景需求，开拓除三大下游行业外的其他高成长赛道，例如汽车、半导体、医药等。

### ● 全栈式物流设备供应商，合纵连横助力高速成长

纵观电动叉车、自动化立体仓库、输送包装设备、AGV、仓储物流软件等产品，以及未来有望投产的重叉、自主开发的工业软件体系，公司在不断扩张商业版图，并以高效、精细的管理方式加以融合和吸收，形成良好的互补效应。未来，多个业务组分将进入盈利释放期，项目交付周期、原材料成本都呈现向好态势。同时，存量设施的运维将带来较为可观的收益表现。综合来看，公司长期成长表现将超越行业主要竞争对手。

### ● 投资建议

诺力股份深耕智能仓储及物流解决方案和新能源叉车产品，在下游新能源扩产、自动化仓储加速的需求驱动下，有望在中长期取得可观的订单增量和营收增长。我们预计诺力股份 2023-2025 年分别实现收入 81.7/100.9/121.0 亿元，同比增长 21.9%/23.4%/19.9%；实现归母净利润 5.16/6.55/8.08 亿元，同比增长 28.3%/26.9%/23.4%，首次覆盖，给予“买入”评级。

主要财务指标	单位:百万元			
	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,702	8,173	10,088	12,100
收入同比(%)	13.8%	21.9%	23.4%	19.9%
归属母公司净利润	402	516	655	808
净利润同比(%)	34.0%	28.3%	26.9%	23.4%
毛利率(%)	20.2%	21.4%	21.4%	21.4%
ROE(%)	18.2%	20.5%	22.7%	24.2%
每股收益(元)	1.51	1.93	2.45	3.02

P/E	10.76	11.50	9.06	7.35
-----	-------	-------	------	------

资料来源：wind，华安证券研究所

● 风险提示

- 1) 政策落地不及预期的风险；2) 下游需求扩张不及预期的风险；3) 受疫情影响，业务实施和部署受阻的风险。

## 正文目录

<b>1 新能源叉车赛道翘楚，多面布局发展动能强劲 .....</b>	<b>6</b>
1.1 新能源催化下，电动叉车行业贝塔显著 .....	6
1.2 对外投资扩展智慧物流系统业务，收益迎来快速上升期 .....	12
1.3 营收与订单增长势头强劲，海外市场开拓效果显著 .....	15
<b>2 智能制造前景广阔，制造业信息化高速渗透 .....</b>	<b>18</b>
2.1 物流部门人效亟待优化，高度自动化系既定趋势 .....	18
2.2 智能仓储市场持续攀升，机器人应用成熟落地 .....	20
<b>3 新能源东风起，下游需求高度旺盛 .....</b>	<b>23</b>
3.1 新能源行业：扩产预期明确，化成容测段需求线性增长 .....	23
<b>4 投资建议 .....</b>	<b>28</b>
4.1 基本假设与营业收入预测 .....	28
4.2 估值和投资建议 .....	29
<b>风险提示： .....</b>	<b>29</b>
<b>财务报表与盈利预测 .....</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图表 1 电动叉车市场份额（销量口径，2020）	6
图表 2 叉车产业市场格局和主要玩家	6
图表 3 叉车分类	7
图表 4 行业内不同类型叉车销量及增速（2021）	8
图表 5 电动叉车年总产量（万辆）	8
图表 6 电动叉车市场规模及预测（亿元）	9
图表 7 2020 年中国叉车制造产业链下游需求分布	9
图表 8 中国叉车年出口量（万辆）	10
图表 9 中国叉车年出口占比	10
图表 10 2022 年 1-10 月中国电动叉车出口金额 TOP10 地区（亿美元）	11
图表 11 2022 年 1-10 月中国电动叉车出口金额 TOP10 地区（亿美元）	11
图表 12 2021 年度电动平衡重乘驾式叉车市场销售概况表	12
图表 13 无锡中鼎集成	13
图表 14 法国 SAVOYE	13
图表 15 中鼎主要客户一览	13
图表 16 法国 SAVOYE 主要客户一览	13
图表 17 诺力股份营业收入及增速	15
图表 18 诺力股份归母净利及增速	15
图表 19 诺力股份销售毛利率和净利率变化（%）	15
图表 20 诺力股份费用率情况（%）	15
图表 21 公司业务拆分（产品类型口径）	16
图表 22 诺力股份分地区营业收入（亿元）及增速	16
图表 23 诺力股份分业务毛利率	16
图表 24 钢材价格综合指数	17
图表 24 国内社会物流总额与 GDP 增速	18
图表 25 国内社会物流细分领域总额（万亿元）	19
图表 26 2021Q3 企业用人需求行业分布情况	19
图表 27 中国物流岗位从业人数变化（万人）	19
图表 28 中国智能物流行业市场规模及预测（亿元）	20
图表 29 中国智能仓储行业市场规模及增速	21
图表 30 2016-2021 年中国移动机器人（AGV）领域融资情况	21
图表 31 2016-2022 年中国移动机器人销量情况及预测	22
图表 32 电池化成与分容方案示意图	23
图表 33 中鼎集成在手订单变化	24
图表 35 中鼎集成锂电仓库一站式解决方案	24
图表 36 中鼎集成锂电仓库一站式解决方案	25
图表 37 国内动力电池产量（兆瓦时）	25
图表 38 国内新能源汽车产量预测（百万辆）	26
图表 39 动力电池原料价格	26

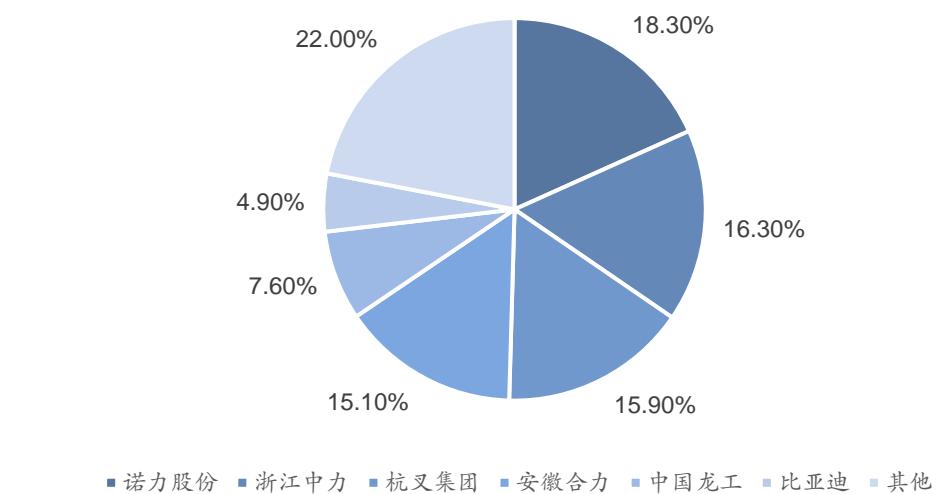
图表 40 诺力股份分项业务收入（亿元/%) .....	28
图表 41 重要财务指标（百万元） .....	29

# 1 新能源叉车赛道翘楚，多面布局发展动能强劲

## 1.1 新能源催化下，电动叉车行业贝塔显著

从市场份额来看，电动叉车领域处于较为充分的竞争环境中，并未出现占比明显高于竞争对手的绝对优势企业。从市占比（2020）来看，诺力股份 18.3%，浙江中力 16.3%，杭叉集团 15.9%，安徽合力 15.1%，前四均为传统的叉车制造企业。值得注意的是，以占据新能源产业链优势的比亚迪也占据了约 5% 的电动市场份额。其余玩家分布较为分散，包括 1) 机械设备制造企业，柳工、徐工等；2) 合资或者外资公司，三菱、海斯特等；3) 汽车制造厂商，比亚迪、江淮、丰田等。

图表 1 电动叉车市场份额（销量口径，2020）



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 2 叉车产业市场格局和主要玩家



资料来源：华安证券研究所整理

目前国内行业标准主要将叉车分为五类，I-III为电动，分别是：电动平衡重叉车（I类车），吨位覆盖1-18吨；前移式叉车（II类车），主要覆盖3吨以下，特征为灵活机动、高起升；电动步行式仓储叉车（III类车），轻量化成本低。IV、V两类则为内燃重叉，起重重量大，适合无废气排放限制的开放式工作环境。

电动叉车的优势主要体现在1) 运维难度、频率、成本的全面下降，内燃机频繁更换液压油、机油和过滤器，电动叉车则仅需要日常清洁维护，低频更换液压油即可；2) 能源消耗低，环保指标优秀，即便是将电池循环寿命计算在内，电动叉车的日均运行成本远低于柴油内燃机；3) 市场单价较高，单车毛利可观，相比发展历史久远，市场成熟度较高的内燃车，成本结构聚焦于蓄电池和电机，在国内丰富的新能源产业链配套下，盈利优势显著。

图表3 叉车分类

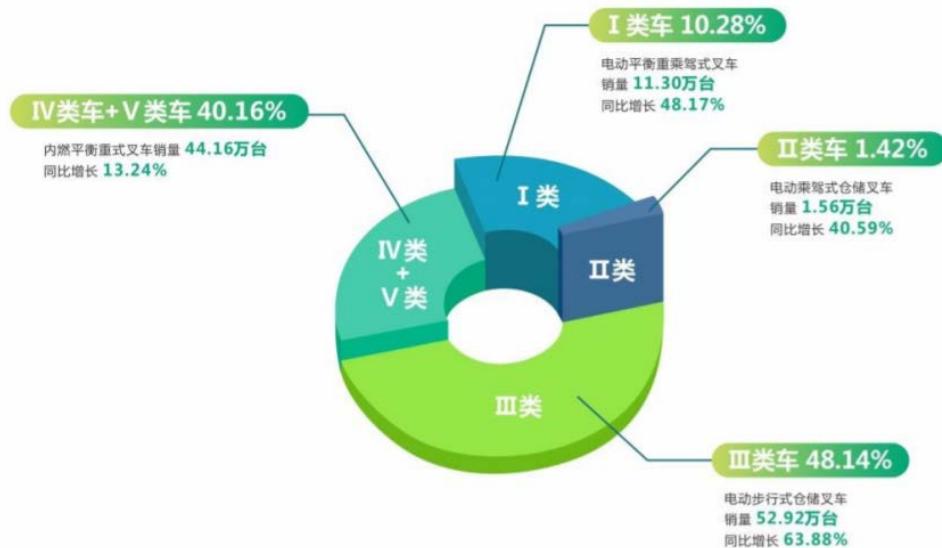


资料来源：杭叉集团2021年年报，华安证券研究所

**内燃叉车仍为不可忽视的重要细分市场。**结构拆分来看，内燃车（IV和V类）由于其在重型搬运领域的显著优势和历史沿革原因，仍然占据四成以上销量，2021同比增长13.44%，且得益于单车价格较高，市场规模仍处在第一梯队。

**电动叉车正在快速崛起。**从细分行业增速来看，I-III叉车增速显著超过传统动力，以单价相对较低的III类为例，2021年销量同比增加了63.88%，达到52.92万台，销量份额跃升至48.14%。I类车作为电动化的主力车型，2021年同比增长48.17%，销量来到了11.3万台。从长远来看，该趋势仍将在相当长的时间跨度内持续。

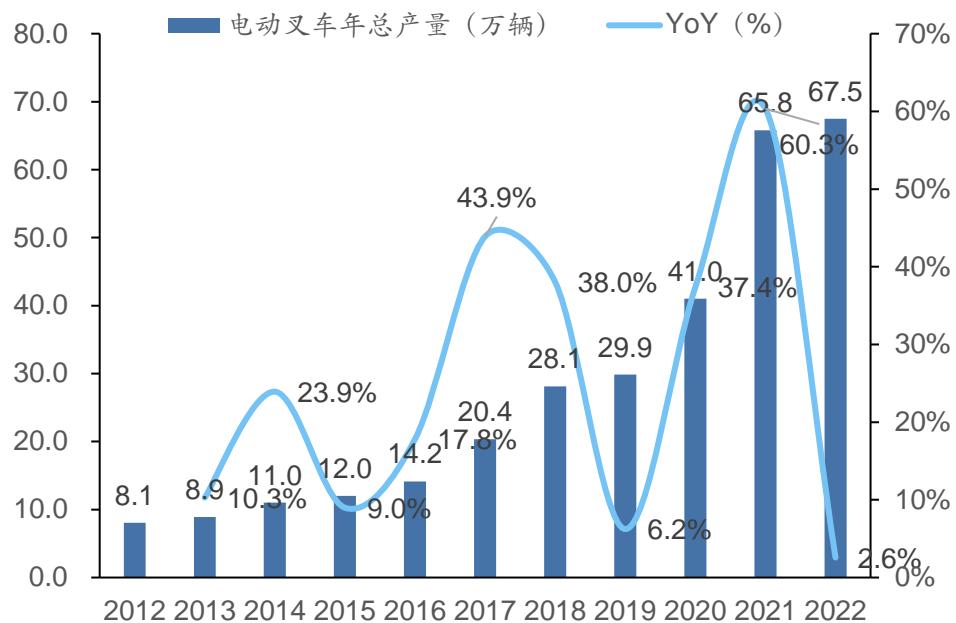
图表 4 行业内不同类型叉车销量及增速 (2021)



资料来源：杭叉集团 2021 年年报，华安证券研究所

行业增速令人瞩目，能源革命下最易忽视的高成长赛道。自 2015 年以来，电动叉车年产量呈现出波动上升的走势，年增速出现峰谷交替，尤其在 2021 年达到了 60.3% 的增速顶峰。假设这一替代趋势得以延续，继 2022 年受疫情影响，增速放缓至 2.6%，产量与 2021 基本持平，2023 年随着经济复苏，增速有望突破压制形成有效反弹，赛道成长性非常值得关注。

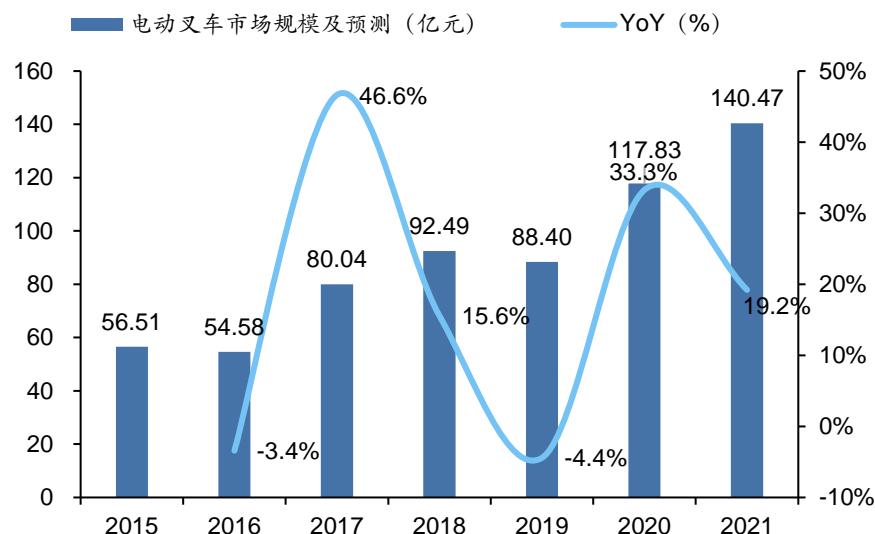
图表 5 电动叉车年总产量 (万辆)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

从市场规模侧看，主要受两方面因素影响：1) 电动叉车产量整体快速上升；2) 单价较低的Ⅲ类叉车增速相对较高，市场规模增速整体滞后于产量增速。未来随着Ⅰ类车替代渗透加深，未来整体走势仍将维持稳健。

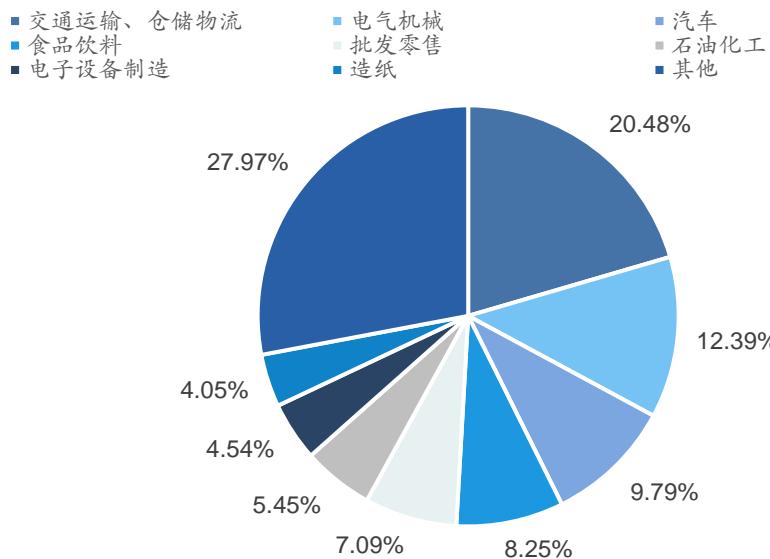
图表 6 电动叉车市场规模及预测（亿元）



资料来源：共研网，华安证券研究所

下游需求分散度高，全面覆盖实体经济各个方面。作为仓储运输广泛使用的机械设备，叉车在机械制造、石油化工、批发零售、饮食轻工等诸多下游都受到了广泛的运用，服务于实体经济的各个角落。随着先进制造的不断深化，以Ⅰ类车为代表的新能源先进仓储设备也有望成为各个工业门类落实相关政策的重要方向。

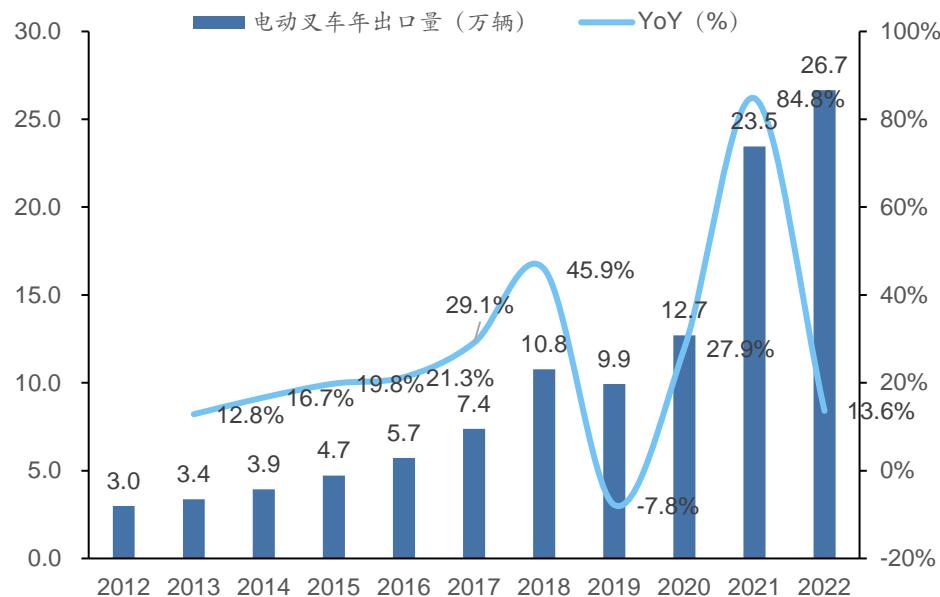
图表 7 2020 年中国叉车制造产业链下游需求分布



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

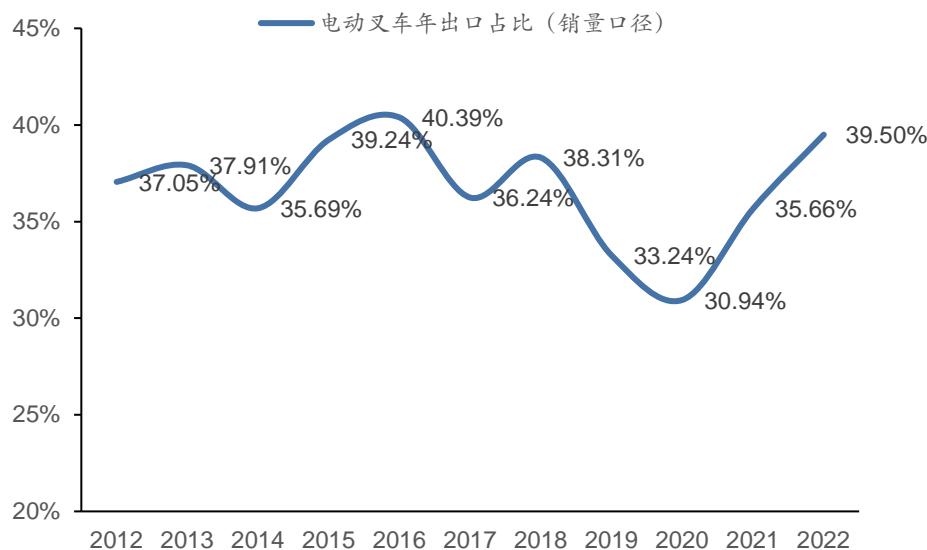
我国制造业出口拳头产品，发达国家市场已经全面打开。作为中国制造的典型出口优势项目之一，电动叉车每年出口量占总产量的比重维持在30%至40%之间，且主要出口对象为北美、西欧的发达国家和巴西、俄罗斯等新兴市场。出口规模变化主要受到全球经济增速、外贸及关税限制性政策等因素影响。2019、2020年由于疫情影响、全球经济承压和贸易摩擦，出现了电动叉车的产量和出口占比双降。

图表8 中国叉车年出口量（万辆）



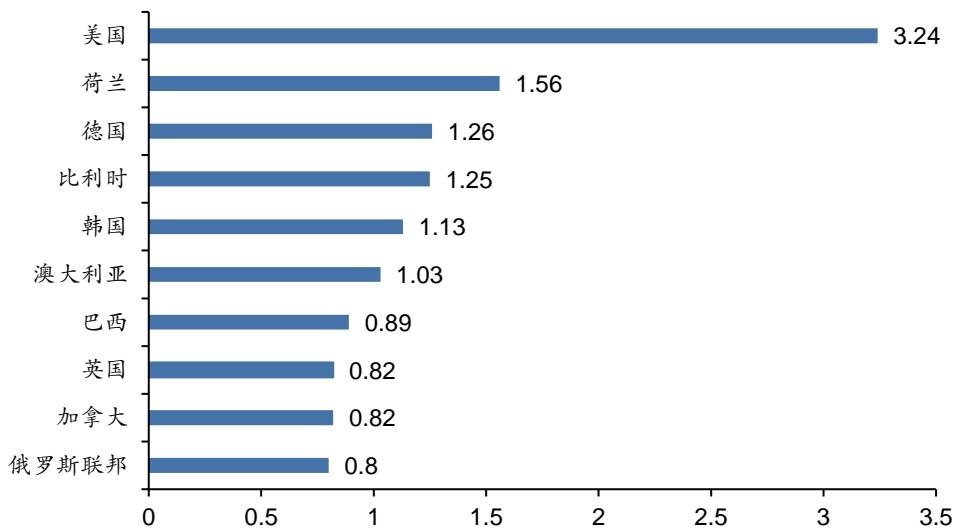
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表9 中国电动叉车年出口占比



资料来源：iFinD，华安证券研究所

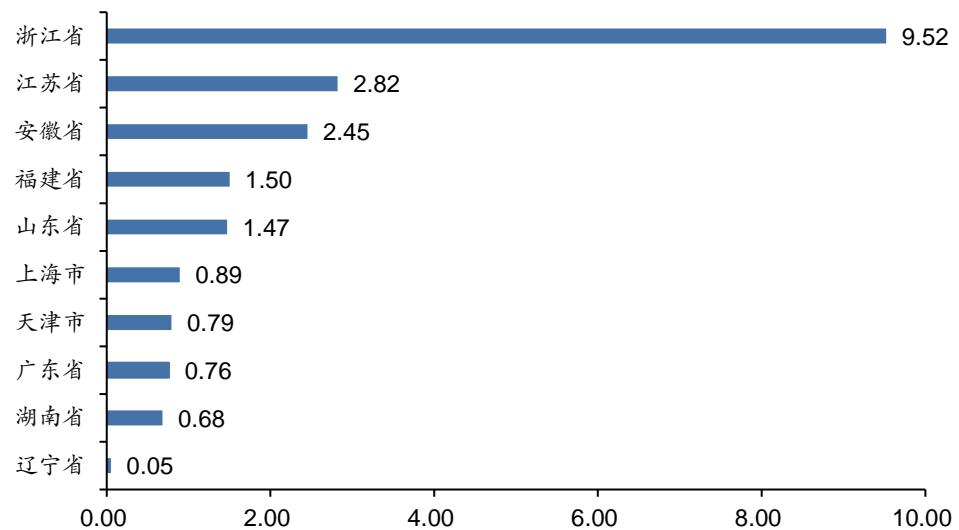
图表 10 2022 年 1-10 月中国电动叉车出口金额 TOP10 地区 (亿美元)



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

东南沿海系出口重点地区，浙江省产业集群效应显著。从产业地区分布来看，浙江省电动叉车产业位居全国之首，2022 年 1 至 10 月数据，浙江出口产值已经达到 9.52 亿美元，是第二名江苏的 3.4 倍，具备显著的产业集群优势，主要企业包括诺力股份、杭叉集团。这意味着该地区拥有相当完备的零部件供应体系，且由于长期深耕沉淀的成本和供应链优势，该状态有望在相当长时间内维持。

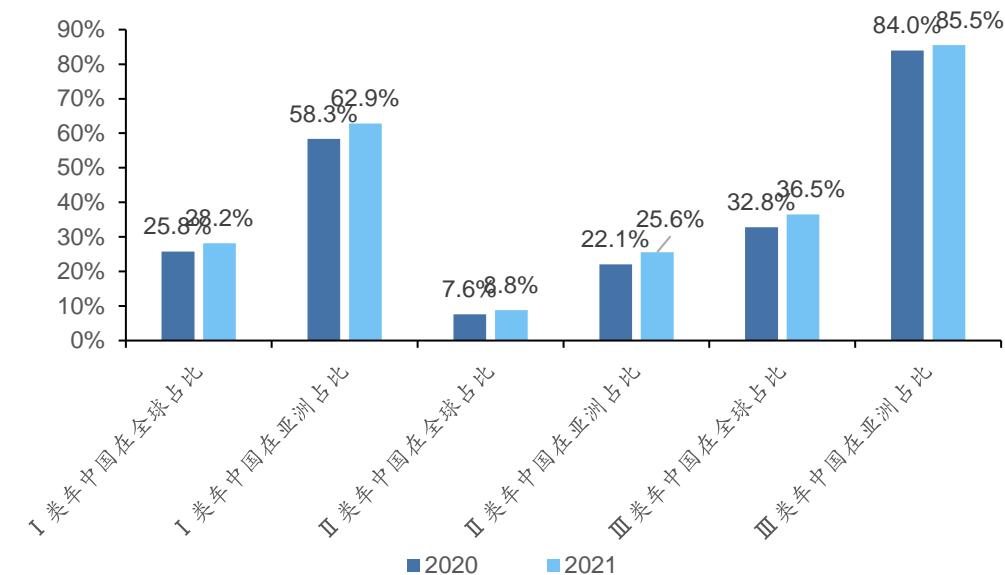
图表 11 2022 年 1-10 月中国电动叉车出口金额 TOP10 地区 (亿美元)



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

从国产电动叉车在世界和亚洲销量占比的维度来看，I类车市场占比正在快速上升，2021年同比增长2.4pct（全球口径），4.6pct（亚洲口径），未来有望成为主力产品，并提高总体出口额。II类车则相对市场占比较小，非我国传统强项，但也在逐步增长。III类车则表现出相当显著的出口优势，在全球和亚洲市场都占据了重要的市场地位，且上升趋势仍存在。

图表 12 2021 年度电动平衡重乘驾式叉车市场销售概况表



资料来源：诺力股份年报，华安证券研究所

## 1.2 对外投资扩展智慧物流系统业务，收益迎来快速上升期

诺力股份致力于立足物流行业，对外投资不断扩展商业版图，其中最为典型的案例为无锡中鼎和法国 SAVOYE。

**中鼎集成：**国内智能物流系统领域领先企业，具备成熟的工业物流系统核心装备制造和建设能力，硬件方面包括堆垛机、输送分拣设备、多层穿梭车、自动包装机、各类无人搬运机器人等核心设备。软件方面，公司有能力提供设备控制监控系统（WCS）、仓库管理系统（WMS）、柔性化生产执行系统（FMS）、生产数据追溯和设备效能分析大数据平台（DMS）、运输管理系统（TMS）、订单管理系统（OMS）、智能 APS 生产排程系统、智能仓储管理系统（IWMS）、自动包装系统等软开和运维服务。

**图表 13 无锡中鼎集成**


资料来源：诺力股份年报，华安证券研究所

**图表 14 法国 SAVOYE**


资料来源：诺力股份年报，华安证券研究所

**头部客户及项目积累丰富，下游分散覆盖广泛。**下游分布来看，中鼎集成主要订单来源为新能源，同时重点覆盖冷链、医药、汽车、食品等行业。客户覆盖来看，下游头部客户覆盖全面，不乏宁德时代、中国医药、北京奔驰、国家电网等优质客户。

**图表 15 中鼎主要客户一览**

主要客户所属行业	主要客户示例
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：诺力股份年报，华安证券研究所

**图表 16 法国 SAVOYE 主要客户一览**

主要客户所属行业	主要客户示例
第三方物流	Bollore (波洛莱)、Logistex、Docsourcing
食品/冷链	KERMENE、Cooperl (科普利信)、Colruyt (克鲁特)
医药	库博光学、OPHTALMIC、CSP、Hartmann
汽车	雷诺、Alliance Automotive、Mister Auto、Bodemer (雷诺汽车备件配送)、Breizh、Flauraud、Gemy
办公用品	史泰博、Lyreco、Pichon、CANSON
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
化妆品	LV、雅诗兰黛、迪奥、欧莱雅、纪梵希、爱马仕、希思黎、宝洁
第三方物流	Bollore (波洛莱)、Logistex、Docsourcing

资料来源：诺力股份年报，华安证券研究所

积极探索物流前沿技术，商业落地效果显著。自动导引运输车（AGV）是一种实现物料自动搬运、堆垛的智能物流设备。通过激光导引或电磁导引等方式，按设定的导引路线行进，能在生产车间、仓库和配送中心自动搬运动送，具有安全保护及各种移栽功能，无需人工驾驶，能为企业提高生产力，降低劳动成本。上海诺力 AGV 目前已经开始规模出货，客户覆盖钢铁、白色家电、有色金属、医药等行业龙头企业。

图表 17 诺力股份 AGV 产品



资料来源：诺力股份年报，华安证券研究所

图表 18 上海诺力（AGV）主要客户一览

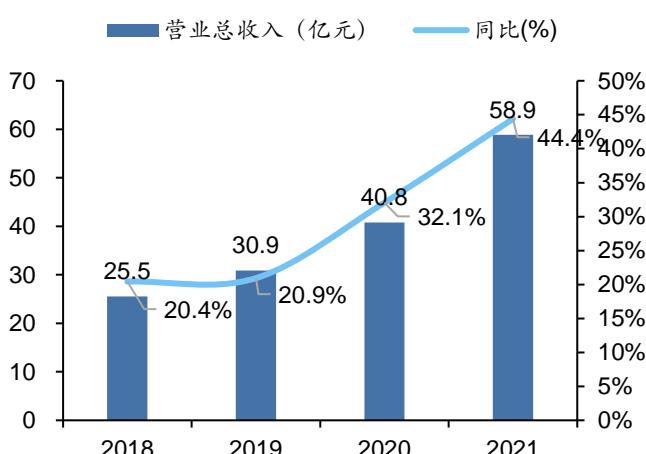
上海诺力（AGV）	主要客户示例
钢铁	宝武钢铁、八一钢铁
白色家电	格力电器、美的集团、建溢集团
有色金属	中国铝业、海亮集团
医药行业	阿斯利康（英）、辰欣药业
其他	ABB（瑞）、小米集团、京东集团、天能股份、中国烟草、富士康

资料来源：诺力股份年报，华安证券研究所

### 1.3 营收与订单增长势头强劲，海外市场开拓效果显著

受益电动叉车高景气，营收规模与净利润迅速增长。营业收入方面，强β效应下，近年来公司收入快速增长，2018-2021年CAGR为32%，且面对疫情影响的不利因素，公司在2020和2021年业务拓展表现突出，分别增长32.1%和44.4%，斜率逆势抬升。利润方面，增速略微滞后于营收，主要原因涉及行业竞争加剧、主要出口国汇率变化、子公司合并报表等带来的毛利率变化。长期来看，我们认为公司具备较为明确的行业受益属性，能够在中长期居于快速增长通道中。

图表 19 诺力股份营业收入及增速



资料来源：WIND，华安证券研究所

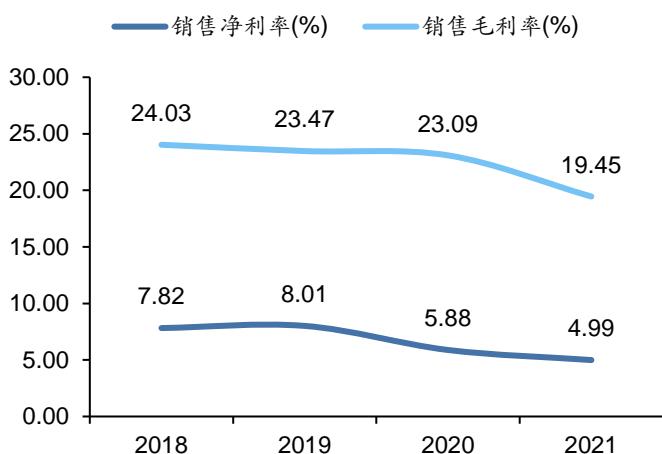
图表 20 诺力股份归母净利及增速



资料来源：WIND，华安证券研究所

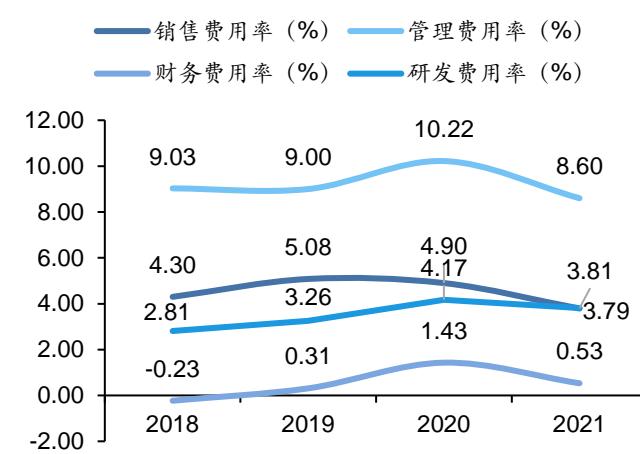
加速成长行业竞争加剧，盈利能力表现仍然值得期待。从历史数据来看，公司毛利率和净利率水平都出现了不同程度的下降，主要原因因为赛道高速增长的同时带来竞争烈度增加，产品均价和毛利承压。与此同时，费用端控制则较为有效。展望未来，随着子公司管理和盈利能力的改善，公司盈利质量将在表观上得到一定程度的改善。

图表 21 诺力股份销售毛利率和净利率变化 (%)



资料来源：WIND，华安证券研究所

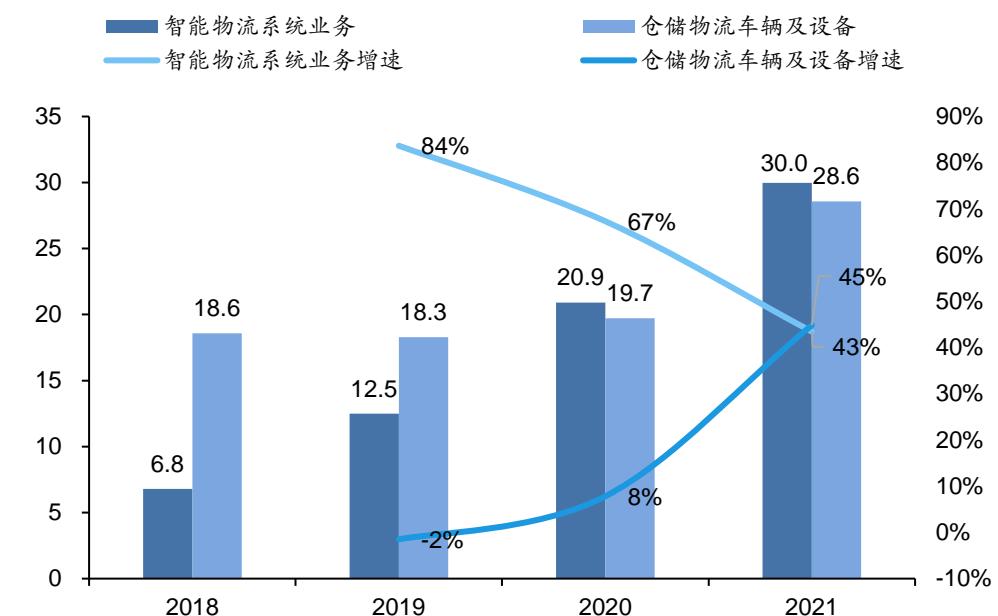
图表 22 诺力股份费用率情况 (%)



资料来源：WIND，华安证券研究所

从公司主营业务分类来看，智能物流系统占比逐渐凸显。公司智能物流系统业务（智能仓储）在2019/2020/2021三年分别同比增长84%/67%/43%，虽然增速斜率有所下降，但总体仍处于高速发展阶段，并将在中短期产生较高的利润边际贡献。而仓储物流车辆设备（叉车）则在新能源技术和产业链的强势催化下形成了较强的成长活力，2021年同比增长45%。

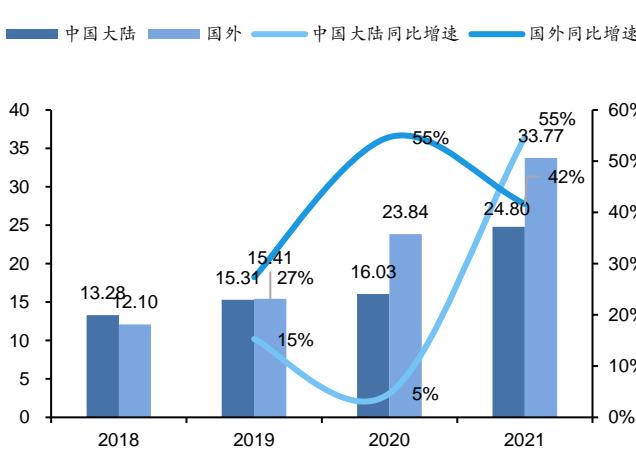
图表 23 公司业务拆分（产品类型口径，亿元）



资料来源：WIND，华安证券研究所

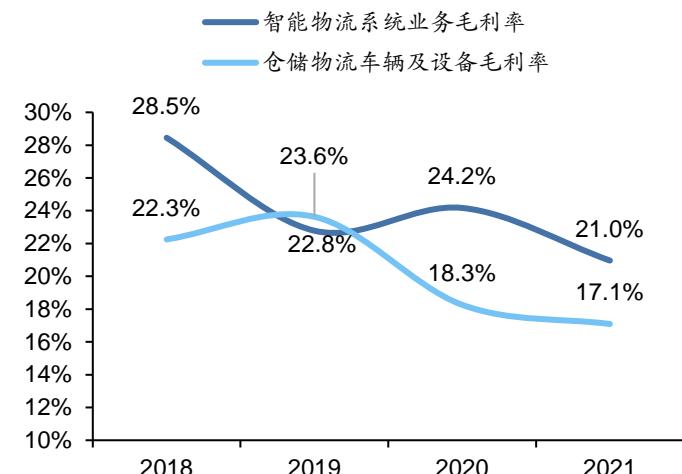
出口占比显著增加，凸显新能源产业链优势。从分地区收入分布来看，公司收入构成由18、19年时期的国内外基本持平，逐渐向国内外双侧发力，国外收入占比显著上升的方向发展。盈利侧角度来看，两块主营业务毛利均出现了不同程度的下滑，但叉车业务有望率先企稳。

图表 24 诺力股份分地区营业收入（亿元）及增速



资料来源：WIND，华安证券研究所

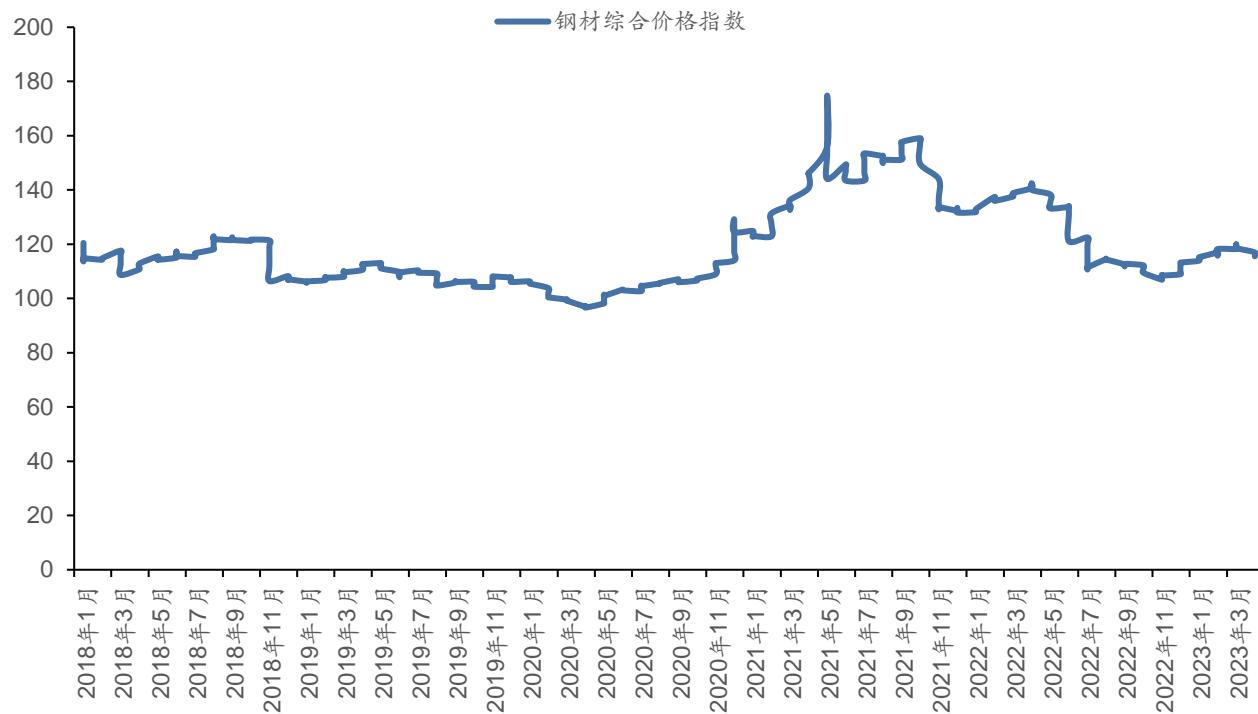
图表 25 诺力股份分业务毛利率



资料来源：WIND，华安证券研究所

钢材价格回落企稳，成本端压力有望在 2023 年释放。根据中国钢铁工业协会数据，2021 至 2022 年国内钢材价格总体处在高位。公司在手订单有部分由于签署时间较早，签署价格基于当期较低的原材料价格，因此在后续的交付过程中，随着原材料价格上涨，利润端压力较为显著。2022 年 7 月之后，国内钢材价格回落至较低水平，为公司提高物流集成毛利奠定了基础。

图表 26 钢材价格综合指数



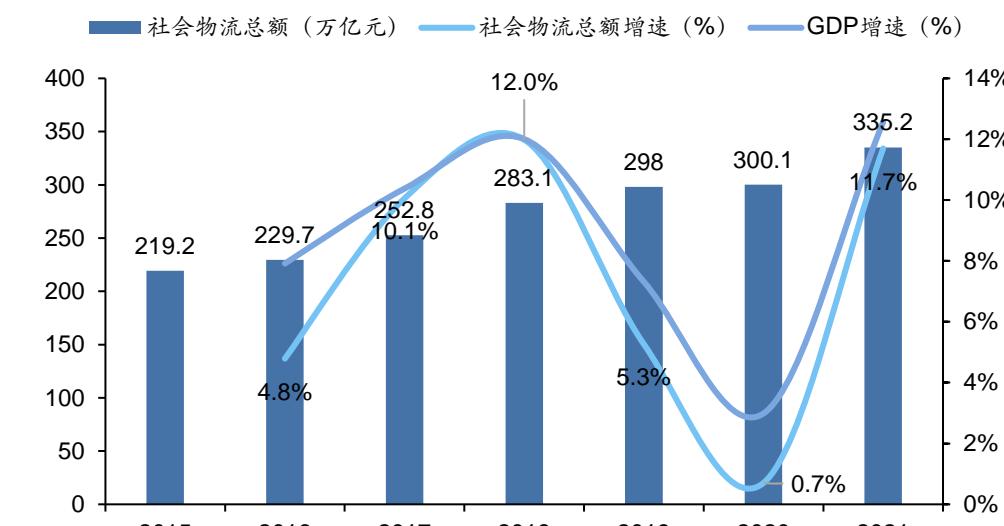
资料来源：WIND，华安证券研究所

## 2 智能制造前景广阔，制造业信息化高速渗透

### 2.1 物流部门人效亟待优化，高度自动化系统定趋势

社会物流总量稳定上升，与GDP增速高度一致。从规模来看，近年来我国社会物流总额稳步增长，2020年尽管宏观经济相对低迷但物流总额仍稳健迈上三百万亿新台阶，2021年更是达到335.2万亿，同比增长11.70%。长期以来社会物流总额增速与GDP增速保持高度一致，体现了物流作为经济发展的重要基建作用，为抗击疫情、保障民生、促进经济发展提供有力支撑。随着电子商务、新零售、C2M等各种新型商业模式的快速发展，我国社会物流总量有望进一步提升。

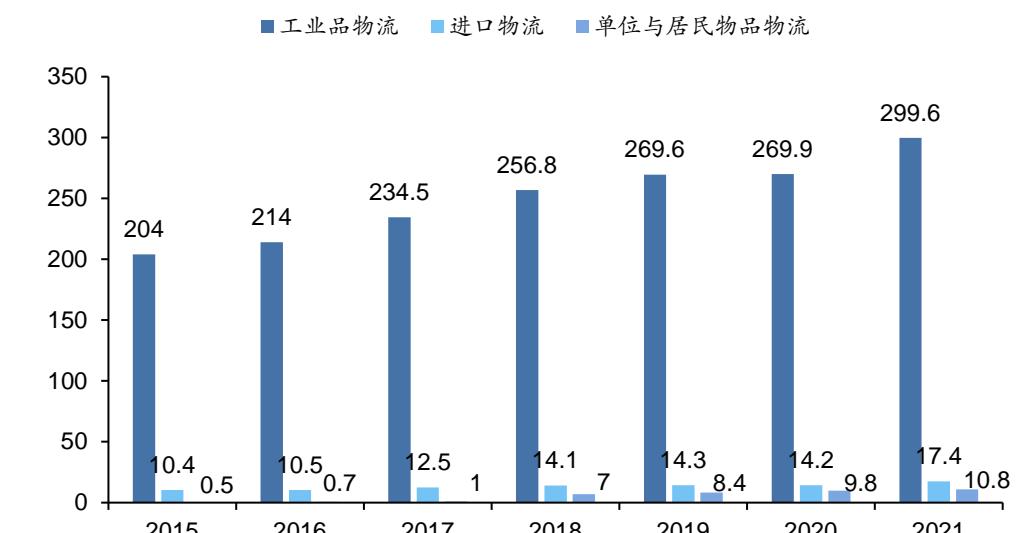
图表 27 国内社会物流总额与GDP增速



资料来源：WIND，华安证券研究所

工业物流占据主导地位，产业升级引领物流行业快速增长。从细分领域来看，工业物流在社会物流总额中的占比最高且依旧保持高增速，2021年同比增长11%；其中制造业中出口相关以及高制造业物流需求增长12.9%/18.2%，是工业物流恢复的主要拉动力。另外，进口物流和消费物流基数较小，但随着全球贸易衰退逐渐恢复、消费需求扩大，2021年进口物流量和单位与居民物品物流量增速分别为22.54%/13.75%。总体来看，产业升级带来的高技术制造物流需求发展趋势向好，对物流行业具有较强的引领带动作用。

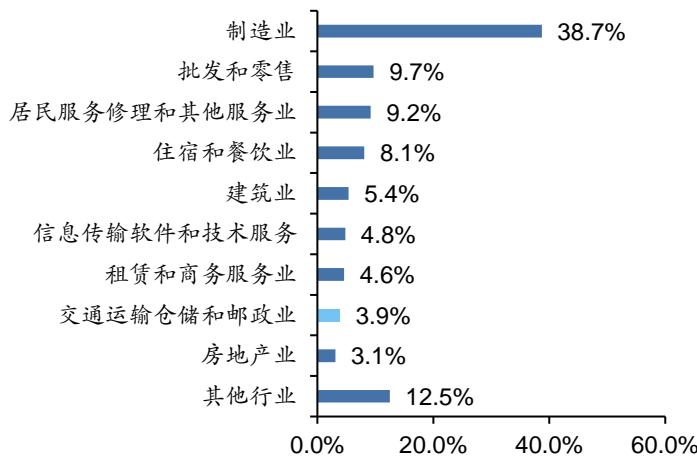
图表 28 国内社会物流细分领域总额 (万亿元)



资料来源: WIND, 华安证券研究所

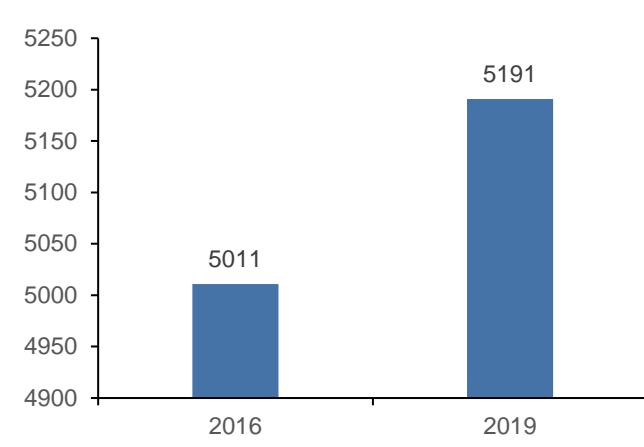
物流从业人数增长不及业务增长，自动化流程提高人效。分行业来看，2021Q3 我国用人需求主要集中在制造业，占比达到 38.7%；与物流相关的交通运输仓储和邮政业人才需求占比仅为 3.9%。根据中国物流与采购联合会数据，2016 年与 2019 年中国物流岗位从业人员分别为 5011 万人和 5191 万人，CAGR 仅为 1.18%，远低于同期社会物流总额的复合增长率 9.06%，从业人员数量增长速度不及业务规模扩张速度，体现了物流行业人效的提升。物流行业具有大量可自动化的流程，随着智能物流逐渐兴起，自动化场景不断渗透，物流行业人员效率有望进一步提高。

图表 29 2021Q3 企业用人需求行业分布情况



资料来源: 人社部, 华安证券研究所

图表 30 中国物流岗位从业人数变化 (万人)



资料来源: 中国物流与采购联合会, 华安证券研究所

智能物流行业高景气，政策加持打开潜在市场空间。智能物流是基于大数据、云计算、智能感应等一系列现代科技，实现物流服务的实时化、可控化和便捷化管理，同时也有助于物流产业链的优化升级。随着国家产业升级及数字化发展战略布局的开展，贯穿产品全生命周期的智能物流系统正在成为推动制造业发展的重要引擎。2016 年政府出台的《智能制造综合标准化与新模式运营项目指南》，首次将“智能物流与仓储系统”列为五大核心智能制造系统之一，为智慧物流发展创造了巨大机遇。根据中商情报网数据，2021 年我国智能物流市场规模突破 6000 亿元，同比增长 10.91%，预计 2022 年保持 17.69% 增速，规模达到 7623 亿元。

图表 31 中国智能物流行业市场规模及预测（亿元）

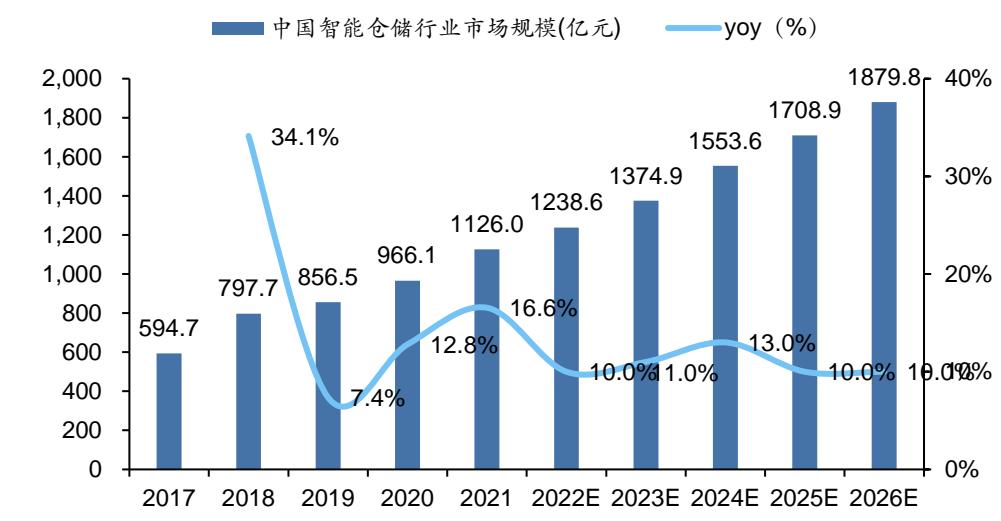


资料来源：中商情报网，华安证券研究所

## 2.2 智能仓储市场持续攀升，机器人应用成熟落地

智能仓储市场持续增长，资本投资长期高度活跃。受电商、物流、新零售等多个下游行业的蓬勃发展的刺激与带动，2017 年物流行业融资次数累计 214 起，融资金额高达 1770 亿元；2018 年投融资热度有所下降，但融资次数也达 172 起，融资金额 1300 亿元以上。市场规模来看，2018 年智能仓储市场规模增速达至 34.1%。2019 年国内物流行业热度有所减退，融资金额大幅下降至约 600 亿元，智能仓储市场也受其萎缩态势影响，同比增速下滑至 7.4%。2020 年受新冠疫情冲击，经济整体出现下行，资本市场萎靡，2021 年经济的全面复苏叠加 AI 物流概念的加持，物流行业再次迎来高峰，同年物流行业融资次数 172 起，融资金额高达 1816 亿元，与此同时，智能仓储市场规模也在不断增长，我国智能仓储市场规模在 2021 年同比增长约 16.6%。

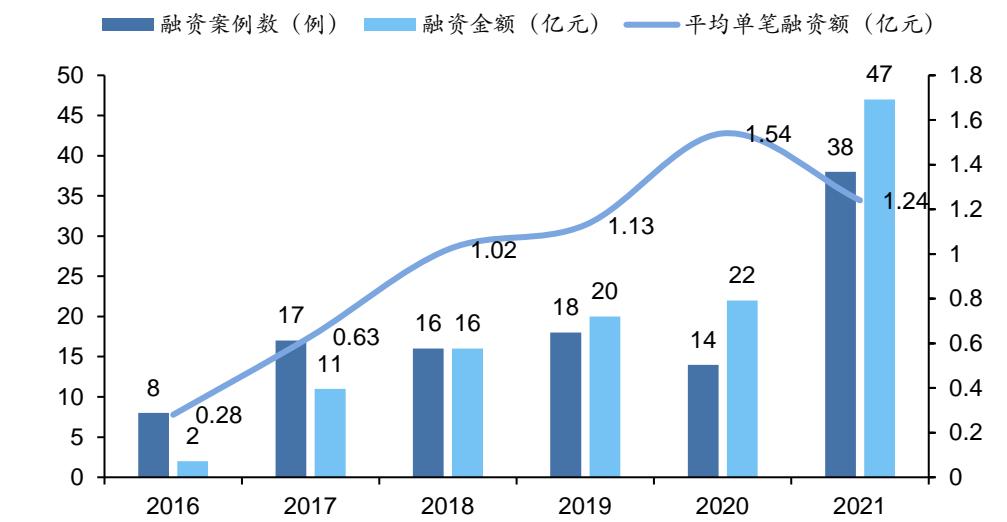
图表 32 中国智能仓储行业市场规模及增速



资料来源：观研报告网，华安证券研究所

在融资层面，移动机器人领域成为机器人行业最热门且成熟的领域之一。一方面，政府大力支持制造业企业开展物流智能化改造，推广应用物流机器人；另一方面，移动机器人持续露出和应用落地，行业确定性较强。据GGII统计，2021年移动机器人领域共发生38起融资，总融资额达47亿元，均为2020年的2倍以上。资本持续加码促进了各大移动机器人厂商加大研发投入，加速新产品和新业务布局。

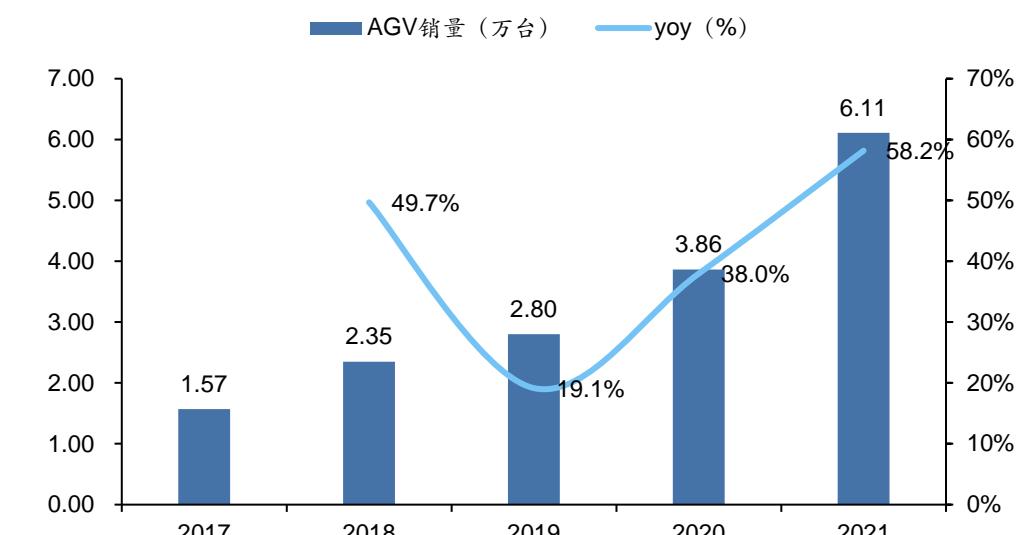
图表 33 2016-2021 年中国移动机器人（AGV）领域融资情况



资料来源：高工机器人产业研究所（GGII），华安证券研究所

在产品层面，移动机器人销售表现十分可观。从供给端，移动机器人相关产业链走向成熟，行业技术发展高度智能化；从需求端，终端应用场景不断渗透，下游行业的固定资产投资意愿上升；供需驱动下，移动机器人销量增长维持在较高水平，且仍具备广阔的市场空间。GCII数据显示，2021年我国AGV销量突破6万台，同比增长58.2%，预计2022年销量将超过8万台。

图表 34 2016-2022 年中国移动机器人销量情况及预测



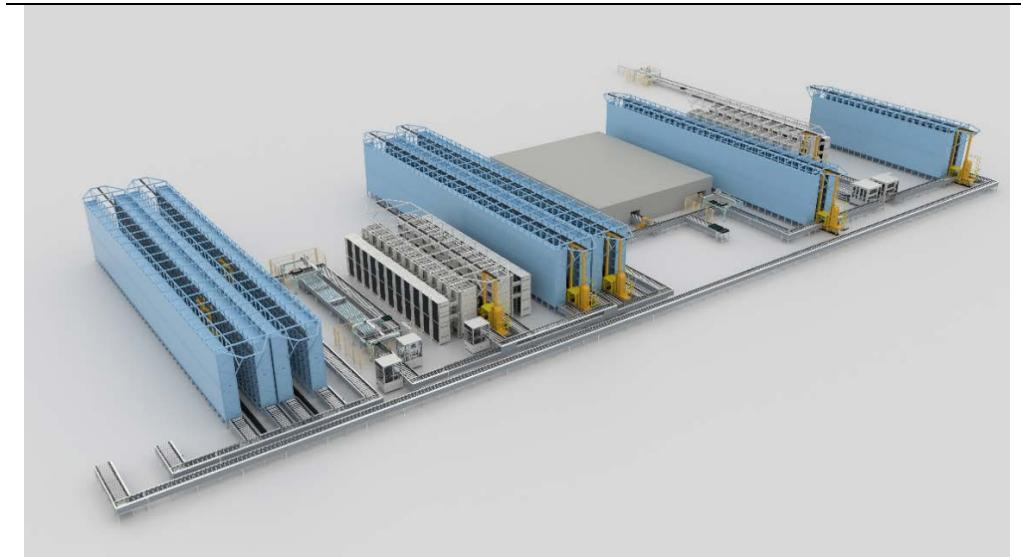
资料来源：高工机器人产业研究所 (GGII), 华安证券研究所

### 3 新能源东风起，下游需求高度旺盛

#### 3.1 新能源行业：扩产预期明确，化成容测段需求线性增长

自动化成与分容系统，动力电池仓储的必要一环。“化成”过程是指在完成电池制造完成后，对其进行充放电，以激活内部正负极物质，也被叫做“活化”。因为在电池首次充电的过程中，不可避免的要在碳负极与电解液的相界面上形成钝化薄层，即固体电解质界面膜或SEI膜。钝化层的形成一方面消耗了电池中有限的锂离子，另一方面也会提高电阻并造成电压滞后。化成过程能够帮助形成均匀的SEI膜，改善电池充放电性能。“分容”则是将化成好的电池进行充电放电，检测充满时的放电容量，来检测电池的实际容量，只有容量满足设计要求，锂电池才能确认合格。

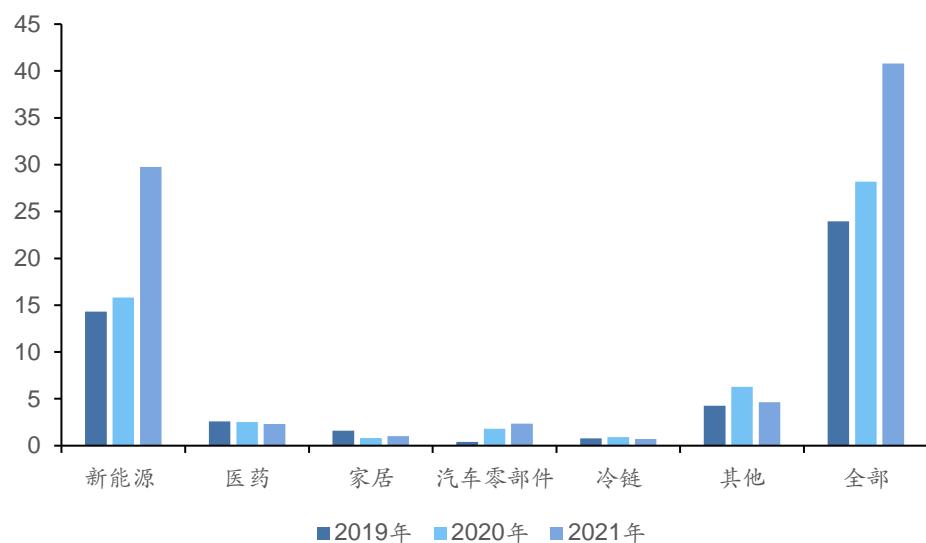
图表 35 电池化成与分容方案示意图



资料来源：恒翼能，华安证券研究所

新能源订单接连不断，在手订单充裕。公司新能源领域订单获取相比2020出现显著放量，可见随着动力电池出货量的不断攀升，下游电池制造企业急需扩充化成容测、仓储物流设备，以适应不断高速扩张的动力电池产能。从营收兑现的角度来看，公司2022年兑现新能源订单13亿元，尚未完成订单约为40亿元，2022取得新能源相关新订单约23亿元，未来营收放量潜力十分可观。

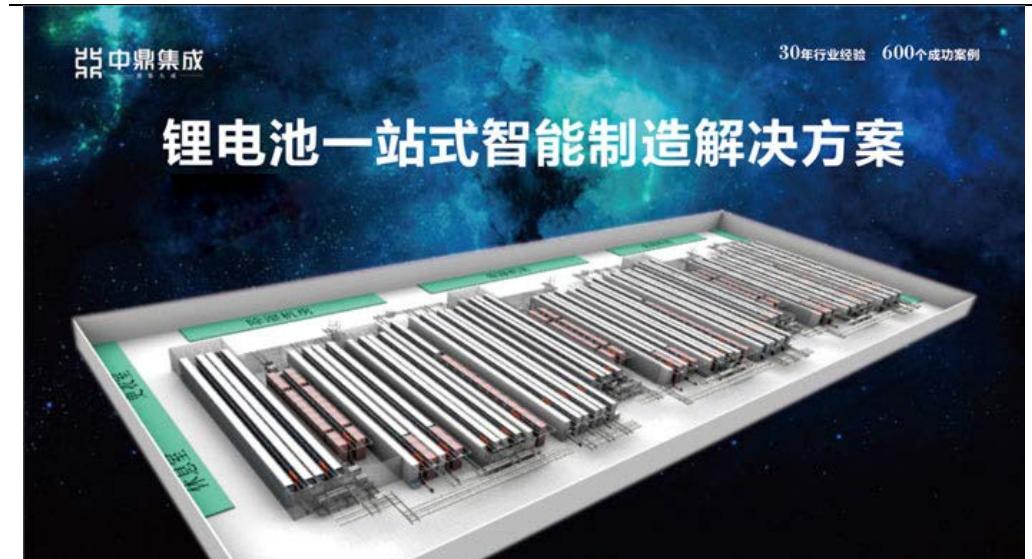
图表 36 中鼎集成在手订单变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**高集成度解决方案，全流程新能源仓储服务。**针对动力电池仓储、化成容测系统对状态信息实时跟踪、检测的需求，公司给出了具备较高针对性和成熟度的解决方案，在电池生产各工序之间实现信息同步化，以及包括高温静置、低温静置、充放电检测等多个过程高度自动化。解决方案包括 AS/RS 系统、搬运输送系统、分拣系统、自动检测和充放电系统、WCS、WMS 系统等子系统和工序模块。

图表 37 中鼎集成锂电仓库一站式解决方案



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**从客户积累层面来看，公司位于赛道领导地位。**从经典案例来看，公司已经完成了对动力电池头部企业宁德时代、比亚迪、LG 化学、松下、亿纬锂能的全面覆盖，提供包括储存系统、物流中心系统、分拣系统、输送系统在内的全套方案。长期以来的经验积累帮助公司实现仓储安全性和稳定性方面领先于国内竞争对手。

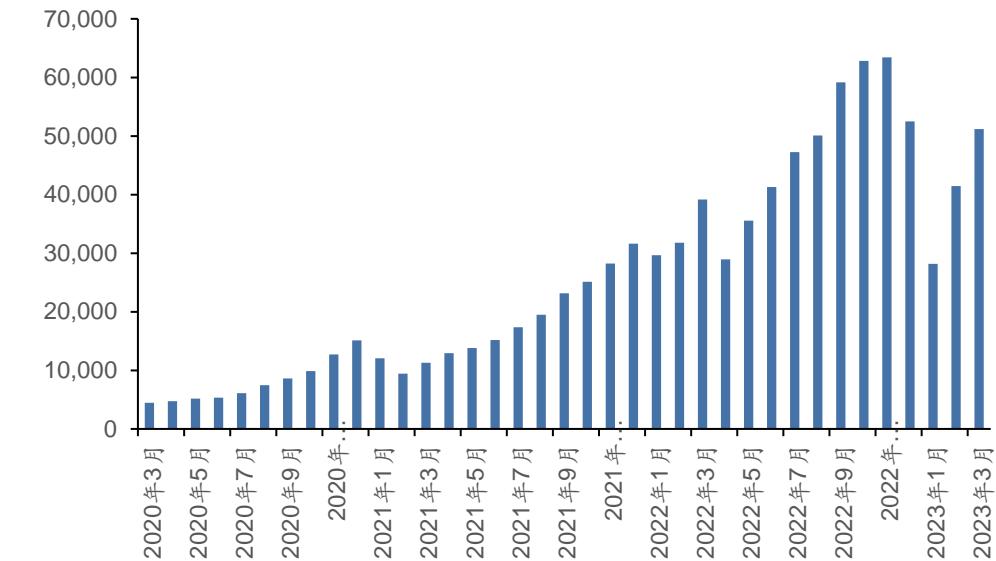
图表 38 中鼎集成锂电仓库一站式解决方案



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**动力电池产能爆发，仓储及测试装备需求激增。**根据动力电池产能数据，2020 年国内动力电池产量为 81.3GWh，受益于下游新能源汽车市场高度景气，2021 年动力电池产量爆发式增长至 219.7GWh，同比显著增加。GGII 预测，到 2030 年中国动力电池出货量将达 2230GWh，中长期内市场空间有望持续膨胀。自动化仓储及测试装备作为确保动力电池高效产出、保证性能复合标准的必要基础设施，具备可观的需求刚性。

图表 39 国内动力电池产量（兆瓦时）

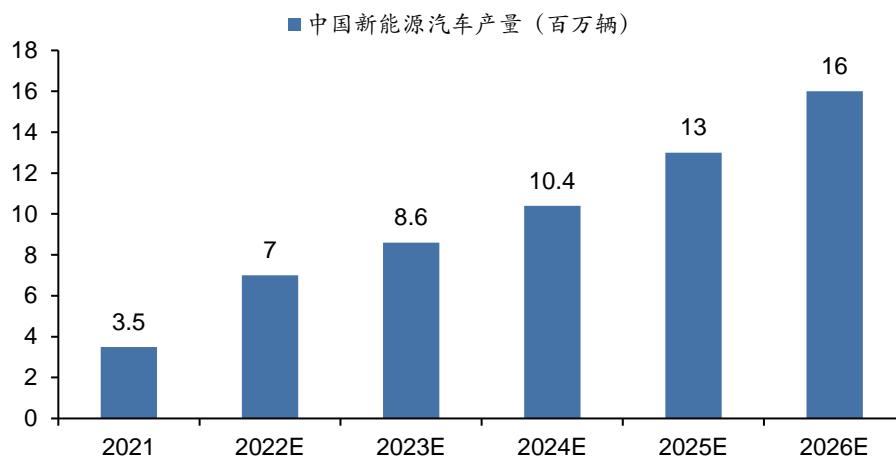


资料来源：WIND，华安证券研究所

**新能源高景气有望长期持续，动力电池系核心价值环节。**在全球范围内“减碳”背景下，各国相关行业纷纷开始制定相关节能减排目标，汽车行业首当其冲，目标在 2050 年实现零排放，要求各国在 2035 年停售传统燃油车。IDC 发布的《2022-2026 中国新能源汽车市场趋势预测》显示，中国新能源汽车市场规模将在 2026 年达到 1598 万辆的水平，5 年 CAGR 为 35.1%。作为新能源汽车的核心部件之一，动力电池价值量在整车中往往占有 30% 及以上，系核心价值环节和部件，其储能上限决定了车辆行驶里

程，是消费端各车型竞争的重点参数之一。

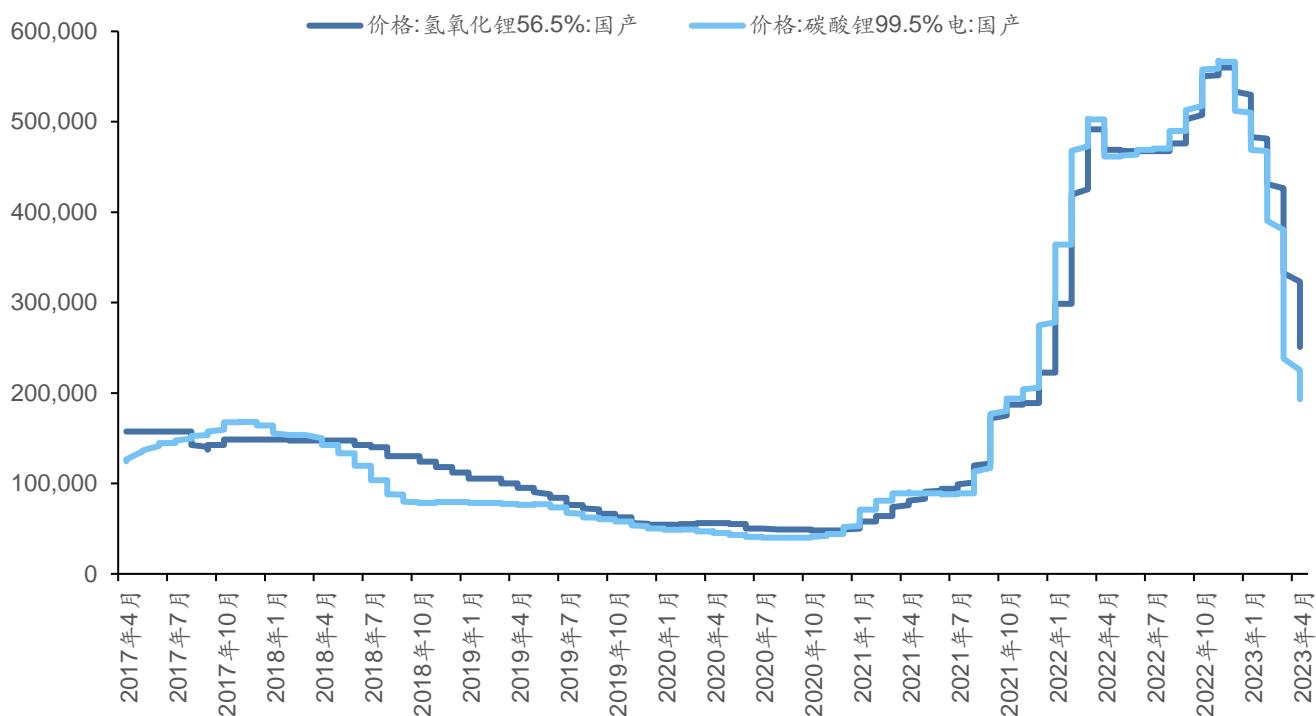
图表 40 国内新能源汽车产量预测（百万辆）



资料来源：IDC，华安证券研究所

**动力电池原料价格企稳，下游厂商利润空间释放。**向产业链上游看，动力电池主要原料氢氧化锂及碳酸锂的价格已经开始企稳，并出现一定程度的回调，钴和镍等相关原料价格也出现回落，对比 2021 高斜率上升阶段带来的成本压力，中游电池厂商的现金流质量有望进一步提升。下游高度旺盛的需求叠加上游相对可控的成本，未来动力电池行业有望稳定拓产，并进一步加大对化成和仓储设备的资金投入。

图表 41 动力电池原料价格



资料来源：Wind，华安证券研究所

自主研发软件系统高度适配新能源需求。中鼎集成拥有业界领先的用于锂电池物流集成系统的WCS智能管控平台，将设备多元化、集成简单化、控制智能化融为一体，能够保障项目的效率高、精准实施，为项目的成功交付奠定坚实的基础。与此同时，公司针对不同行业进行了软件系统的针对性优化和定制。未来随着工程累积量增加，公司运维收入也将成为重要的增长来源。

图表 42 中鼎 WCS 监控系统软件



资料来源：中鼎集成官网，华安证券研究所

图表 43 中鼎 WMS 仓库管理软件



资料来源：中鼎集成官网，华安证券研究所

## 4 投资建议

### 4.1 基本假设与营业收入预测

诺力股份的核心业务可根据下游情况，分为仓储物流车辆及设备、智能物流系统两大板块，以及其他业务，根据公司情况，我们对这三部分业务做出假设：

#### 一、智能物流系统业务：

- 1) 下游新能源化成容测段仓储建设需求跟随电池产能扩张线性成长，其需求将有望在中期内保持旺盛；
- 2) 公司凭借较高的研发投入和技术优势，以及数量可观的标杆项目，长期和新能源龙头企业合作，持续获取订单；
- 3) 公司不断开拓客户与服务边界，将服务对象从下游龙头客户拓展至中游客户，服务从化成容测段渗透至其他工序和分段；
- 4) 受消费和工业应用高景气影响，下游新能源动力电池、储能设备需求持续旺盛，未来三年内产能持续扩张；
- 5) 公司承接订单部分为多期项目，营收分阶段实现，长期来看业绩释放稳定。

#### 二、仓储物流车辆及设备业务：

- 1) 叉车行业油改电趋势明确，公司在新能源叉车领域优势显著；
- 2) 随着安徽合力、杭叉集团对新能源叉车的重视程度加深，公司面临竞争烈度加剧；
- 3) 公司重叉产线按期交付落地。

图表 44 诺力股份分项业务收入（亿元/%）

		2021	2022	2023E	2024E	2024E
仓储物流车辆及设备	营业收入	28.6	33.8	41.2	50.7	59.8
	同比增速	44.9%	18.1%	22.0%	23.0%	18.0%
智能物流系统业务	营业收入	30.0	33.0	40.2	49.9	60.9
	同比增速	43.5%	10.0%	22.0%	24.0%	22.0%
其他	营业收入	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
	同比增速	-66.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：WIND，华安证券研究所

## 4.2 估值和投资建议

诺力股份深耕智能仓储及物流解决方案和新能源叉车产品，在下游新能源扩产、自动化仓储加速的需求驱动下，有望在中长期取得可观的订单增量和营收增长。我们预计诺力股份 2023-2025 年分别实现收入 81.7/100.9/121.0 亿元，同比增长 21.9%/23.4%/19.9%；实现归母净利润 5.16/6.55/8.08 亿元，同比增长 28.3%/26.9%/23.4%，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 45 重要财务指标（百万元）

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,702	8,173	10,088	12,100
收入同比(%)	13.8%	21.9%	23.4%	19.9%
归属母公司净利润	402	516	655	808
净利润同比(%)	34.0%	28.3%	26.9%	23.4%
毛利率(%)	20.2%	21.4%	21.4%	21.4%
ROE(%)	18.2%	20.5%	22.7%	24.2%
每股收益(元)	1.51	1.93	2.45	3.02
P/E	10.76	11.50	9.06	7.35
P/B	1.84	2.22	1.92	1.66
EV/EBITDA	8.79	11.28	8.58	7.05

资料来源：WIND，华安证券研究所

## 风险提示：

- 1) 政策落地不及预期的风险；
- 2) 下游需求扩张不及预期的风险；
- 3) 受疫情影响，业务实施和部署受阻的风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>7,175</b>	<b>9,185</b>	<b>11,356</b>	<b>12,893</b>	<b>营业收入</b>	<b>6,702</b>	<b>8,173</b>	<b>10,088</b>	<b>12,100</b>
现金	1,304	2,452	2,563	3,042	营业成本	5,346	6,420	7,925	9,506
应收账款	1,601	2,191	2,490	3,125	营业税金及附加	32	39	49	58
其他应收款	104	126	156	187	销售费用	276	336	415	497
预付账款	184	225	277	333	管理费用	582	710	877	1,051
存货	3,362	3,444	4,957	5,119	财务费用	(32)	34	33	19
其他流动资产	619	4,191	5,870	6,207	资产减值损失	57	65	86	95
<b>非流动资产</b>	<b>1,830</b>	<b>1,853</b>	<b>1,517</b>	<b>1,451</b>	<b>公允价值变动收益</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期投资	11	11	11	11	投资净收益	(23)	(8)	(3)	(1)
固定资产	544	488	432	376	<b>营业利润</b>	<b>457</b>	<b>592</b>	<b>735</b>	<b>907</b>
无形资产	189	179	170	161	营业外收入	3	2	0	0
其他非流动资产	1,086	1,175	904	904	营业外支出	9	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9,004</b>	<b>11,038</b>	<b>12,873</b>	<b>14,344</b>	<b>利润总额</b>	<b>451</b>	<b>594</b>	<b>735</b>	<b>907</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,999</b>	<b>7,716</b>	<b>9,169</b>	<b>10,177</b>	所得税	67	88	109	134
短期借款	441	1,487	861	1,033	<b>净利润</b>	<b>385</b>	<b>506</b>	<b>626</b>	<b>772</b>
应付账款	5,181	5,776	7,749	8,474	少数股东损益	(18)	(10)	(29)	(35)
其他流动负债	377	452	558	670	<b>归属母公司净利润</b>	<b>402</b>	<b>516</b>	<b>655</b>	<b>808</b>
<b>非流动负债</b>	<b>637</b>	<b>637</b>	<b>637</b>	<b>637</b>	EBITDA	588	693	834	991
长期借款	399	399	399	399	EPS (元)	1.51	1.93	2.45	3.02
其他非流动负债	237	237	237	237					
<b>负债合计</b>	<b>6,635</b>	<b>8,353</b>	<b>9,805</b>	<b>10,813</b>					
少数股东权益	21	12	(17)	(53)					
股本	267	267	267	267					
资本公积	686	781	902	1,047					
留存收益	1,394	1,625	1,916	2,269					
归属母公司股东权益	2,348	2,674	3,085	3,584					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,004</b>	<b>11,038</b>	<b>12,873</b>	<b>14,344</b>					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E					
<b>经营活动现金流</b>	<b>520</b>	<b>333</b>	<b>1,017</b>	<b>636</b>					
净利润	385	506	626	772					
折旧摊销	75	65	65	65					
财务费用	(32)	34	33	19					
投资损失	23	8	3	1					
营运资金变动	(168)	(281)	289	(222)					
其他经营现金流	238	0	0	0					
<b>投资活动现金流</b>	<b>(72)</b>	<b>(8)</b>	<b>(3)</b>	<b>(1)</b>					
资本支出	(39)	0	0	0					
长期投资	177	(8)	(3)	(1)					
其他投资现金流	(211)	0	0	0					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(201)</b>	<b>823</b>	<b>(903)</b>	<b>(156)</b>					
短期借款	(14)	1,047	(626)	172					
长期借款	(19)	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	0	0	0	0					
其他筹资现金流	(167)	(224)	(277)	(328)					
<b>现金净增加额</b>	<b>247</b>	<b>1,148</b>	<b>111</b>	<b>479</b>	<b>P/E</b>	<b>10.8</b>	<b>11.5</b>	<b>9.1</b>	<b>7.3</b>

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	13.85%	21.94%	23.43%	19.95%
营业利润	33.59%	29.51%	24.09%	23.37%
归属于母公司净利润	33.97%	28.29%	26.89%	23.37%
<b>盈利能力</b>				
毛利率(%)	20.24%	21.44%	21.44%	21.44%
净利率(%)	6.00%	6.31%	6.49%	6.68%
ROE(%)	18.23%	20.55%	22.74%	24.22%
ROIC(%)	15.92%	13.84%	14.90%	17.93%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	73.69%	75.67%	76.17%	75.38%
净负债比率(%)	-19.59%	-21.04%	-42.46%	-45.57%
流动比率	1.20	1.19	1.24	1.27
速动比率	0.64	0.74	0.70	0.76
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.81	0.82	0.84	0.89
应收账款周转率	4.31	4.31	4.31	4.31
应付账款周转率	1.17	1.17	1.17	1.17
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.93	2.45	3.02
每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	1.25	3.81	2.38
每股净资产(最新摊薄)	8.79	10.01	11.55	13.41
<b>估值比率</b>				
P/E	10.8	11.5	9.1	7.3
P/B	1.8	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	8.79	11.28	8.58	7.05

资料来源：WIND，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**尹沿技，华安证券研究总监、研究所所长，兼TMT首席分析师，曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

**分析师：**王奇珏，华安计算机团队联席首席，上海财经大学本硕，7年计算机行研经验，2022年加入华安证券研究所。

**联系人：**张旭光，美国凯斯西储大学金融学硕士，2021年8月加入华安证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。