

2024年05月10日

证券研究报告·2024年一季报点评

三羊马(001317) 交通运输

当前价: 28.38元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

依托重庆汽车产业，打造公铁联运物流先锋

投资要点

- **事件：三羊马公布 2023 年年报及 2024 年一季报。**2023 年，公司实现营业收入 9.80 亿元，同比增长 21.8%；归母净利润 2011.6 万元，同比增长 29.0%；扣非净利润 1603.3 万元，同比增长 97.1%；公司基本每股收益为 0.25 元。
- **公铁联运区域龙头，打造全国性现代综合物流企业。**三羊马是一家位于直辖市重庆的物流企业，汽车整车综合物流服务是公司第一大业务，2023 年营收贡献超过 80%，非汽车商品综合物流服务则为第二大业务，营收贡献超过 10%。而毛利方面，汽车整车综合物流服务贡献主要毛利。
- **下游汽车市场需求提升，汽车物流行业有望逐渐复苏。**2023 年汽车产销分别完成 3016.1 万辆和 3009.4 万辆，同比分别增长 11.6%和 12%；2023 年我国汽车整车出口 491 万辆，同比增长 57.9%。随着国家促消费、稳增长政策的持续推进，促进新能源汽车产业高质量发展系列政策实施，包括延续车辆购置税免征政策、深入推进新能源汽车及基础设施建设下乡等措施的持续发力，将会进一步激发市场活力和消费潜能。
- **整车领域专业性构筑竞争护城河。**三羊马依托铁路运输的规模化和集约化效应，形成了同批次大批量车辆集中进入物流生产作业的特点，拥有对整车物流全过程生产管理工作的规模化调度和操作能力。公司以汽车主机厂所在地为枢纽，构建了覆盖全国各地的交通运输网，尤其在西南、西北等地区细分市场上具有较强的竞争优势。三羊马与多家知名汽车主机厂建立了长期合作关系，这些稳固的下游客户资源构成了公司重要的行业壁垒。
- **汽车行业回稳复苏，公司业务规模和盈利能力增强。**公司营业收入和毛利润主要来自于汽车整车综合物流服务业务。2023 年，随着外部环境改善、各地汽车行业刺激政策出台等，公司收入有所增长；同时，随着作业单价提高，部分对冲了因柴油价格上涨等造成的不利影响，毛利率企稳回升。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2579.8、3190、3612.2 万元。我们认为，汽车行业稳定健康发展将带动汽车物流行业持续稳定向好，三羊马作为汽车物流领域的专业公司有望充分收益，建议关注。
- **风险提示：**全球经济和国内宏观经济衰退、外购成本上涨、对中铁特货存在重大依赖、客户相对集中等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	980.27	1147.59	1306.23	1442.70
增长率	21.82%	17.07%	13.82%	10.45%
归属母公司净利润(百万元)	20.12	25.80	31.90	36.12
增长率	27.41%	28.25%	23.65%	13.24%
每股收益 EPS(元)	0.25	0.32	0.40	0.45
净资产收益率 ROE	2.33%	3.04%	3.63%	3.96%
PE	114	89	72	63
PB	2.67	2.71	2.62	2.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光怿
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@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)	0.80
流通 A 股(亿股)	0.29
52 周内股价区间(元)	21.38-43.13
总市值(亿元)	22.72
总资产(亿元)	16.50
每股净资产(元)	10.18

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公铁联运区域龙头，打造全国性现代综合物流企业	1
2 下游汽车市场需求提升，汽车物流行业有望逐渐复苏	4
2.1 稳增长、促销费政策出台，助力汽车市场销量走出低谷	4
2.2 随着公路合规整治，多式联运成为汽车物流主要运输方式	7
2.3 行业整合推进，众多中小型运输企业将逐步被淘汰	7
3 整车领域专业性构筑竞争护城河	9
3.1 多式联运满足个性化需求	9
3.2 以重庆为枢纽构建全国性物流网络	10
3.3 多年行业深耕构筑客户资源壁垒	12
4 汽车行业回稳复苏，公司业务规模和盈利能力增强	13
4.1 全程物流服务：作业单价上涨，业务毛利润同比增加	13
4.2 两端作业服务：中转仓储业务增多，作业单价提高	16
4.3 非汽车商品综合物流服务：作业单价上涨，业务毛利润和毛利率同比提升	18
5 盈利能力整体改善，费用管控能力强	20
6 盈利预测与估值	21
6.1 盈利预测	21
6.2 相对估值	22
7 风险提示	23

图 目 录

图 1：三羊马业务板块	1
图 2：三羊马历史沿革	2
图 3：公司股权结构（截至 2024 年 Q1）	2
图 4：公司 2023 年主营业务结构情况	3
图 5：公司 2023 年主营业务贡献毛利情况	3
图 6：公司营业收入及增速（亿元）	3
图 7：公司归母净利润及增速（万元）	3
图 8：我国人均 GDP 与民用汽车拥有量关系	4
图 9：2005 年至今国内汽车产销量情况（万台）	6
图 10：全国二手车交易量（万辆）	6
图 11：全国二手车转籍比例	6
图 12：公路治超相关政策	7
图 13：国内某大型主机厂的公铁联运方案	10
图 14：重庆市现代物流业空间格局示意图	11
图 15：公司在全国的物流基地布局	11
图 16：公司服务的汽车品牌	12
图 17：公司整车全程物流服务过程	14
图 18：公司全程公铁联运业务盈利情况（亿元）	15
图 19：公司全程公路运输业务盈利情况（亿元）	16
图 20：公司两端作业服务过程	16
图 21：公司物流辅助服务盈利情况（亿元）	17
图 22：公司转驳服务业务盈利情况（亿元）	18
图 23：公司非汽车商品综合物流服务业务流程	19
图 24：营业收入、营业成本及营收增长情况（亿元）	20
图 25：归母净利润、毛利率与净利率变动（亿元）	20
图 26：期间费用率	20
图 27：现金流情况	20

表 目 录

表 1：近年来汽车产业相关政策	5
表 2：三种运输方式优劣势比较	7
表 3：国内大型汽车制造企业附属的控股或参股企业	8
表 4：独立于汽车制造商并具备规模的第三方汽车物流企业	8
表 5：从事单一物流环节的中小型运输企业	8
表 6：公司前五大供应商金额及成本占比	9
表 7：公司业务面向的主要客户群体	12
表 8：公司前五大销售客户金额及占比	13
表 9：全程物流服务作业台数及收入情况（万台、元/台、亿元）	14
表 10：两端作业服务业务作业台数及收入情况（万台、元/台、亿元）	17
表 11：非汽车商品综合物流服务业务作业台数及收入情况（万吨、元/吨、亿元、%）	19
表 12：2023 年同业上市公司经营情况比较	21
表 13：汽车整车综合服务业务预测	21
表 14：收入成本预测	22
表 15：可比公司估值	22
附表：财务预测与估值	24

1 公铁联运区域龙头，打造全国性现代综合物流企业

三羊马（重庆）物流股份有限公司是一家位于直辖市重庆的物流企业，公司主要从事汽车整车综合运输服务业务、啤酒、饮料等非汽车商品综合运输服务业务和仓储服务。公司依托于重庆这一重要的汽车生产基地，通过公铁联运方式为汽车行业和快速消费品行业提供综合服务。三羊马的业务模式以提供稳定可靠的公铁联运能力为特色，强调“客户至上”的服务理念，并通过建设大型仓储设施、安全保障体系及强大的公路运力，致力于成为成熟的全链条物流服务商。

图 1：三羊马业务板块



汽车整车综合物流服务

公司从设立以来一直以整车物流运输为核心，通过多年行业深耕，积累了丰富的行业经验，具有较强的行业专注度。...



快消品物流服务

依托公司在整车物流运输方面积累的丰富物流经验以及构建的完善物流网络，公司将业务向普通货物运输领域延伸...



物流地产

三羊马物流多式联运（重庆）智能应用基地：重庆主元多式联运有限公司隶属三羊马（重庆）物流股份有限公司，三羊马（.....



仓储服务

以专业的仓储信息系统为支撑，利用自建库房、场地，为客户提供整车及货物存储、保管、监管、分拣整理、装卸搬运及同城.....



在用车物流服务

为解决各领域消费者的整车托运需求，我们倾力打造面向私家车、自驾车、租赁车、展车、赛车、二手车、移库车以及汽车电.....



国际物流

我们拥有丰富的国际物流操作经验及异常事件应急处理能力，依托三羊马物流在公铁联运、海铁联运、航空货运代理及“一带.....

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司前身为设立于 2005 年 9 月的重庆中集汽车物流有限责任公司，初始注册资本 500.00 万元，刘小东、李刚全和邱红阳分别持股 60.00%、37.00%和 3.00%；2016 年 3 月，公司由有限公司整体变更设立股份公司，注册资本变更为 5200.00 万元，邱红阳持股 95.67%；后进行股权转让及股票发行，2016 年 8 月 8 日公司股票在全国股转系统挂牌并公开转让，证券代码“838107”，证券简称“三羊马”；2021 年 11 月，公司在深圳证券交易所上市，股票简称“三羊马”，股票代码“001317.SZ”。

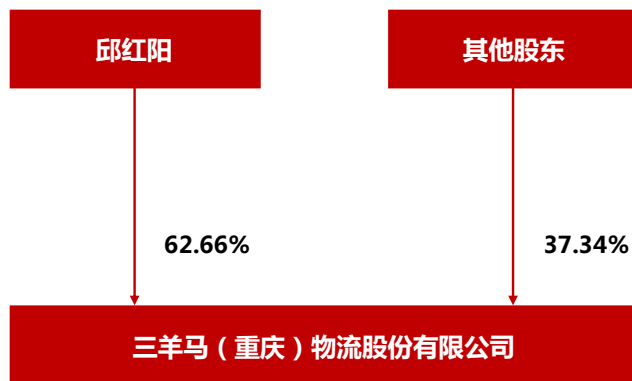
图 2：三羊马历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

截至 2024 年 3 月末，公司股本为 8004 万股，自然人邱红阳持有公司 62.66% 的股份，为公司实际控制人。邱红阳先生在物流行业的贡献，特别是在推动多式联运和智慧物流系统的发展上，为重庆乃至全国的物流行业带来了创新和进步，获得“2022 十大重庆经济年度人物”称号。

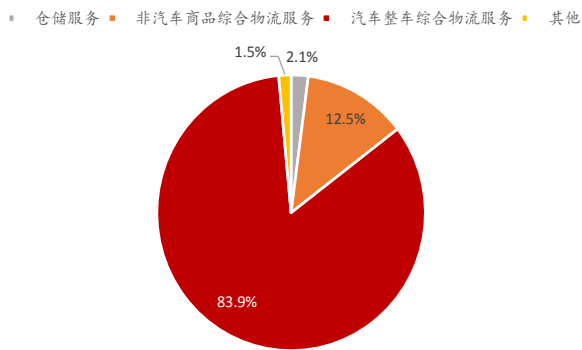
图 3：公司股权结构（截至 2024 年 Q1）



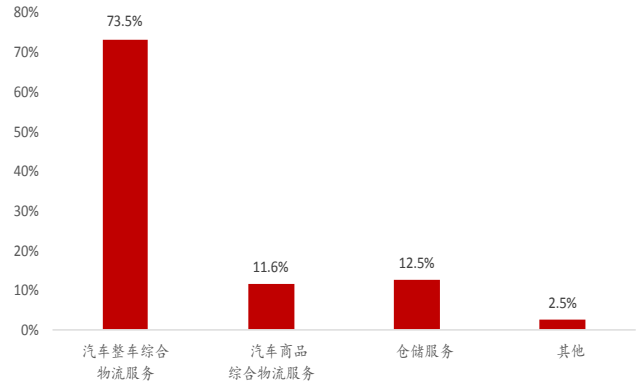
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营汽车整车综合物流服务、非汽车商品综合物流服务和仓储服务等业务，公司仓储服务主要是指公司利用自有仓库对外出租，提供仓储管理业务；其他业务收入主要指自有房产对外出租作为投资性房地产核算产生的租金收入，其他业务收入占比较小。

汽车整车综合物流服务是公司第一大业务，2023 年营收贡献超过 80%，非汽车商品综合物流服务则为第二大业务，营收贡献超过 10%。而毛利方面，汽车整车综合物流服务贡献主要毛利。

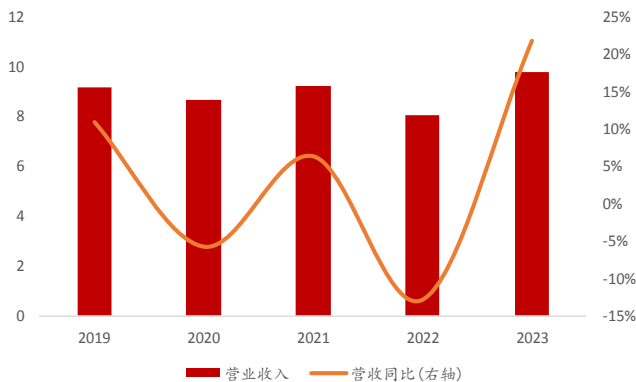
图 4：公司 2023 年主营业务结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

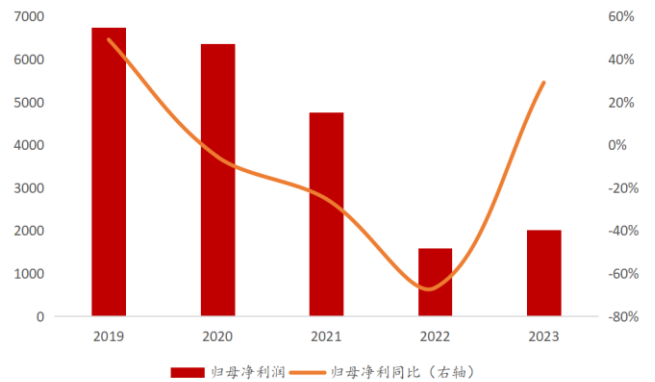
图 5：公司 2023 年主营业务贡献毛利情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2022 年，受作业量下降等影响，公司营业收入同比下降 12.8%至 8.1 亿；受外部环境影响，部分作业区域运输同时铁路采购成本、油价上涨等影响，营业利润率和利润总额均有所下降。2023 年，随着外部环境好转，公司业绩有所改善，实现营业收入 9.8 亿元，同比增长 21.8%；归母净利润 2011.6 万元，同比增长 29%；扣非后净利润 1603.3 万元，增幅 97.1%；每股收益 0.25 元，拟每 10 股派发现金红利 1.2 元。

图 6：公司营业收入及增速（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司归母净利润及增速（万元）


数据来源：Wind，西南证券整理

2 下游汽车市场需求提升，汽车物流行业有望逐渐复苏

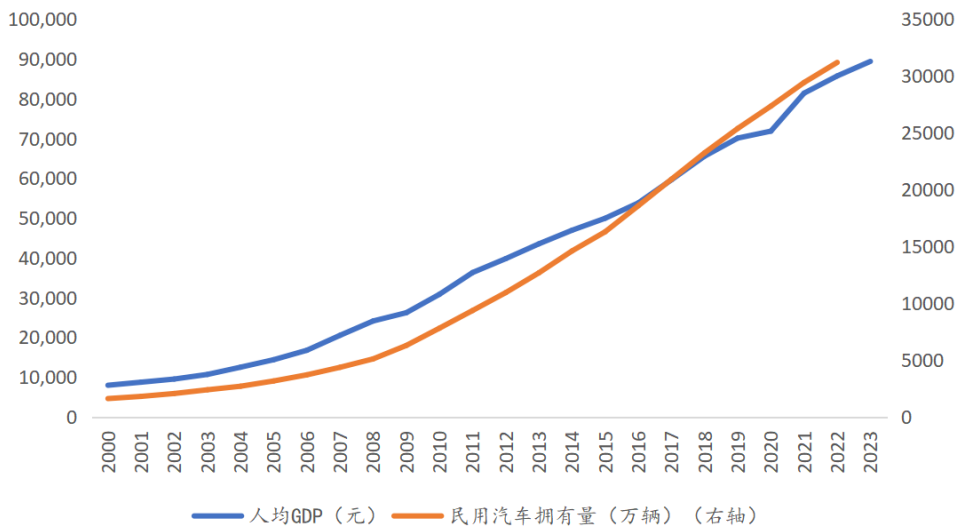
汽车物流是物流领域的重要组成部分，是实现汽车产业价值流顺畅流动的根本保障。汽车物流具有与其他物流种类所不同的特点，是一种复杂程度较高的物流活动，须按照客户订单对交货期、交货地点、品质保证等的要求进行快速响应和准时配送。根据《汽车物流术语》(GB/T31152-2014)，汽车物流是指汽车整车、原材料、零部件、售后服务备件，从供应地向接收地的实体流动过程。根据实际需要，将运输、储存、装卸、搬运、包装、流通加工、配送、信息处理等基本功能实施有机结合。汽车物流在汽车产业链中起到桥梁和纽带的作用。

公司所从事的主要业务为细分物流行业中的汽车整车综合物流服务，整车物流又可细分为商品车物流和在用车物流，商品车物流是指汽车生产制造商拟销售的车辆，可分为乘用车和商用车两类；在用车物流主要指为正在使用的车辆提供物流服务。

2.1 稳增长、促销费政策出台，助力汽车市场销量走出低谷

自改革开放以来，我国经济快速发展。人均 GDP 保持了较快增长，从 1978 年的 385 元增加到 2023 年的 89358 元。与此同时，我国的汽车保有量也跟随人均 GDP 不断提升，2023 年全国新注册登记汽车 2456 万辆，截至 2023 年底全国汽车保有量达 3.36 亿辆，其中新能源汽车保有量 2041 万辆。虽然我国近两年汽车销量增长有所波动，但从全球角度看，未来我国的汽车销售空间仍然很大。根据世界银行公布的百人汽车保有量数据看，我国百人汽车保有量处于较低水平，未来我国汽车消费需求仍存在较大增长空间。

图 8：我国人均 GDP 与民用汽车拥有量关系



数据来源：wind，西南证券整理

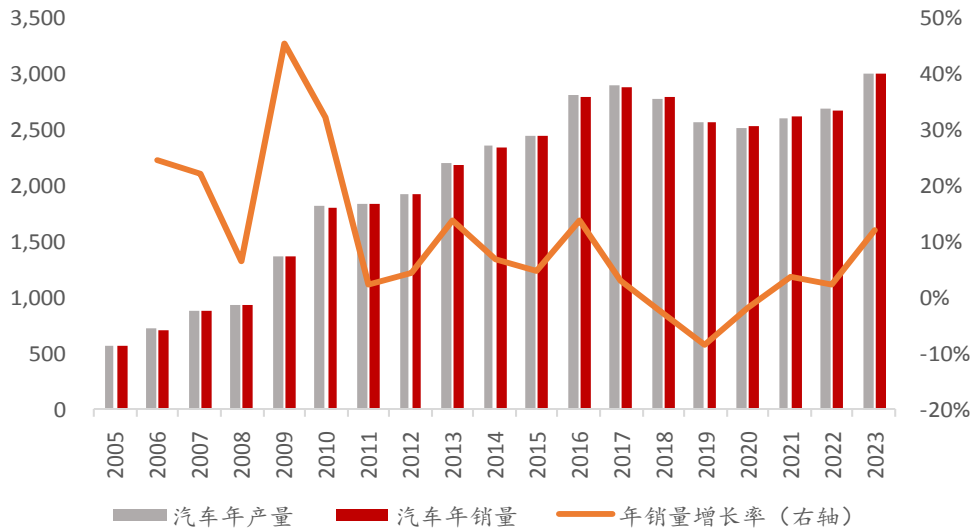
汽车是国民经济支柱产业，也是促进消费的重要抓手。近年来，国务院、各部委，地方政府陆续出台众多支持汽车产业发展的相关政策，这些稳定增加汽车消费、加快活跃二手车市场等国家政策的发布和实施，有效助力汽车制造行业走出低谷。行业逐步呈现出恢复增长态势，根据中国汽车工业协会数据，2022 年汽车产销分别为 2702.1 万辆和 2686.4 万辆，分别同比增长 3.3%和 2.1%；2023 年汽车产销分别完成 3016.1 万辆和 3009.4 万辆，同比分别增长 11%和 12%；2023 年我国汽车整车出口 491 万辆，同比增长 57.9%。

表 1：近年来汽车产业相关政策

时间	部门	政策	内容
2022年5月24日	国务院	《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	稳定增加汽车、家电等大宗消费；全面取消二手车限迁政策。
2022年7月5日	商务部等17部门	《关于搞活汽车流通扩大汽车消费若干措施的通知》	聚焦支持新能源汽车购买使用、活跃二手车市场、促进汽车更新消费、支持汽车平行进口、优化汽车使用环境、丰富汽车金融服务等，提出了6个方面、12条政策措施。
2023年5月14日	国家发展改革委、国家能源局	《关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	提出创新农村地区充电基础设施建设运营维护模式，支持农村地区购买使用新能源汽车。
2023年6月2日	国务院常务会议		新能源汽车是汽车产业转型升级的主要方向，发展空间十分广阔。要巩固和扩大新能源汽车发展优势。构建高质量充电基础设施体系。2023年06月19日国务院办公厅印发《关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》（国办发〔2023〕19号），对充电基础设施建设作出了具体部署。
2023年6月12日	工业和信息化部办公厅等	《关于开展2023年新能源汽车下乡活动的通知》	促进农村地区新能源汽车推广应用，引导农村居民绿色出行。
2023年7月20日	国家发展改革委等	《关于促进汽车消费的若干措施》	进一步稳定和扩大汽车消费，促进消费持续恢复。
2023年7月28日	国务院办公厅转发	《关于恢复和扩大消费的措施》	优化汽车购买使用管理，扩大新能源汽车消费。
2023年8月25日	工业和信息化部等	《汽车行业稳增长工作方案（2023-2024年）》	提出2023年汽车行业运行保持稳中向好发展态势，力争实现全年汽车销量2700万辆左右，同比增长约3%。汽车制造业增加值同比增长约5%左右。2024年，汽车行业应继续运行在合理区间内，产业的质量效益进一步提升。扩大新能源车推广、稳定燃油车消费、稳定产业链供应链的“扩”“两”“稳”措施助汽车业加速跑。
2023年9月28日	商务部等	《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》	提出7方面政策措施，明确汽车后市场发展的总体目标和主要任务，系统部署推动汽车后市场高质量发展，促进汽车后市场规模稳步增长。
2023年11月17日	工业和信息化部等	《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》	展智能网联汽车准入和上路通行试点，促进智能网联汽车推广应用。
2023年12月7日	商务部等	《关于支持新能源汽车贸易合作健康发展的意见》	指导推进新能源汽车贸易合作健康发展，实现高质量发展。
2023年12月13日	国家发展改革委等	布《关于加强新能源汽车与电网融合互动的实施意见》	巩固和扩大新能源汽车发展优势，支撑新型能源体系和新型电力系统构建。

数据来源：各政府网站，西南证券整理

图 9：2005 年至今国内汽车产销量情况（万台）



数据来源：wind，中国汽车工业年鉴，西南证券整理

未来随着我国经济企稳，同时相关政策发力，我国汽车行业将保持稳步增长。2024 年，我国经济工作将坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。宏观经济会持续回升向好，有助于汽车行业的稳定增长。未来随着国家促消费、稳增长政策的持续推进，促进新能源汽车产业高质量发展系列政策实施，包括延续车辆购置税免征政策、深入推进新能源汽车及基础设施建设下乡等措施的持续发力，将会进一步激发新车市场活力和消费潜能。

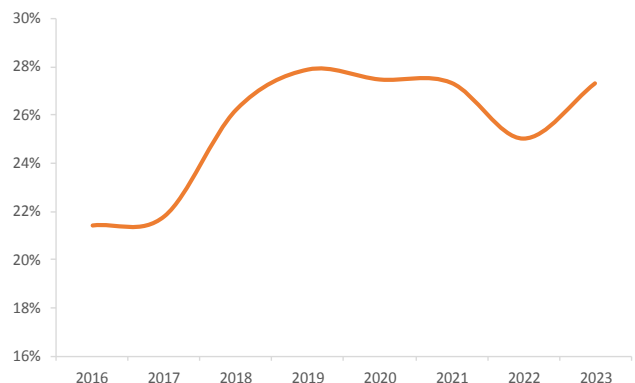
虽然我国新车销售仍为主导，但近几年二手车销量与新车销售量的差距在逐渐缩小。在用车呈现出零散分布状态，个人二手车出售、互联网二手车企业、汽车租赁企业、自驾游托运需求均是在用车的来源，其中二手车物流构成了目前在用车物流最主要需求，近年来全国二手车交易量逐年递增。根据中国汽车流通协会数据显示，2023 年，全国二手车市场累计交易量 1841.3 万辆，同比增长 14.9%，全国二手车转籍总量为 501.83 万辆，同比增长 25%，转籍率为 27.25%，增加了 2.2pp。

图 10：全国二手车交易量（万辆）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：全国二手车转籍比例



数据来源：Wind，西南证券整理

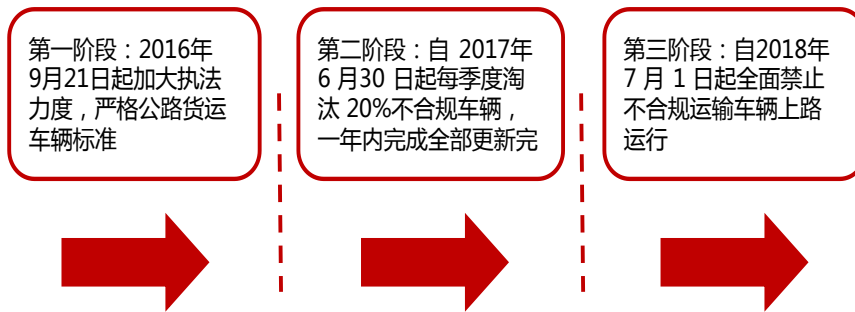
汽车行业的不断发展和各种消费需求的提升，同时物流市场规模的不断扩大对整车物流企业的业务发展提供了宝贵的机遇。

2.2 随着公路合规整治，多式联运成为汽车物流主要运输方式

长期以来，公路运输以其灵活、方便、快速响应等特点，尤其是能实现“门到门”运输的优势，占据我国商品车运输市场主要份额。但公路运输的成本高、货损多，尤其是单挂车实现大批量运输较为困难，而且公路运输单台车的排放大、污染重，不利于环境保护，同时轿运车多为改装车辆、安全隐患较大，对公路破坏程度较高。

2016年7月我国发布强制性国家标准《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》（GB1589-2016），随后《车辆运输车治理工作方案》相继出台，要求汽车物流企业合规合法运输车辆，“双排变单排，单排变标准”，使单次运输车辆由原来的22-25台减少为6-9台。治理周期为2016年9月21日至2018年6月30日，2018年7月1日起全面禁止不合规运输车辆上路运行。

图 12：公路治超相关政策



数据来源：交通运输部，西南证券整理

随着公路合规整治，由于铁路、水路运输在量和距离上的优势，将更多引导物流企业发展多种运输方式结合的业务模式，也将为具有公路、铁路多式联运优势的第三方物流企业提供更多机会。

表 2：三种运输方式优劣势比较

运输方式	优点	缺点	适用范围
铁路运输	速度快、费用低、运量大、连续性好、安全环保	灵活性较差、需要进行二次分拨	长距离、大批量运输
公路运输	方便、机动灵活、速度最快	运费较贵、运量较小、污染大、安全隐患较大	内陆地区短途运输
水路运输	费用最低、运量最大	速度最慢、灵活性差、受天气影响较大	长距离、大批量长江沿线及进出口运输

数据来源：公司招股书，西南证券整理

2.3 行业整合推进，众多中小型运输企业将逐步被淘汰

汽车物流行业市场化程度较高，不存在准入限制，属于充分竞争行业。各物流企业基于自身定位的不同，竞争的差异化亦较为明显。目前行业中竞争者主要有三种类型：第一类是由国内大型汽车制造企业附属的控股或参股的企业，如安吉物流、一汽物流和长安民生物流。第一类属于汽车制造企业背景物流企业，在获取业务资源方面有先天优势。这类物流企业依

附于所属主机厂，并因此肩负该主机厂物流任务的责任，能够获得稳定的订单来源且形成规模。但介于与主机厂的依存关系，对外扩展客户能力有限。

表 3：国内大型汽车制造企业附属的控股或参股企业

代表企业	股东背景	经营特点	客户来源类型
安吉物流	上汽集团子公司	依附于所属主机厂，满足内部的物流需求，规模较大且业务稳定	以承运上汽集团内部业务为主
一汽物流	一汽股份子公司	依附于所属主机厂，满足内部的物流需求，规模较大且业务稳定	以承运一汽集团内部业务为主
长安民生物流 (01292.HK)	长安汽车、民生实业、美集物流有限公司等，港股上市公司	依附于所属主机厂，满足内部的物流需求，规模较大且业务稳定	以承运中国长安汽车集团内部业务为主

数据来源：公司招股书，西南证券整理

第二类是独立于汽车制造商并具备规模的第三方汽车物流企业，如长久物流、中铁特货物流股份有限公司、西上海、安达物流及三羊马等。第二类物流企业属于第三方物流企业，进入行业较早，在长期的竞争发展中，形成具有成本优势的运输路线和服务区域，具有一定的资源整合和物流综合管理能力。既可以直接承接主机厂的物流服务，还可以承接其下属物流企业的外包服务。

表 4：独立于汽车制造商并具备规模的第三方汽车物流企业

代表企业	股东背景	经营特点	客户来源类型
长久物流 (603569)	民营企业	国内规模最大的主要通过公路运力进行整车承运的第三方汽车物流企业	服务多家汽车制造企业
中铁特货(001213)	国铁集团子公司	全国铁路系统商品车运输、经营的最大主体	服务多家汽车制造企业
西上海(605151)	民营企业	国内规模较大的通过公路运力进行汽车零部件及整车承运的第三方汽车物流企业	服务多家汽车制造企业
安达物流(831159)	民营企业	国内规模较大的通过公路运力进行整车、卷烟承运的第三方物流企业	服务多家汽车制造企业
三羊马(001317)	民营企业	国内规模较大的主要通过公铁联运方式进行整车承运的第三方汽车物流企业	服务多家汽车制造企业

数据来源：公司招股书，西南证券整理

第三类是其他众多中小型运输企业。第三类物流企业一般规模较小，绝大多数仅能提供单一的仓储、运输等较为传统的物流服务，与前两类物流企业不构成较大的竞争，主要承接前两类物流企业的业务，提供相应的物流辅助服务。未来，随着汽车物流行业不断整合，行业集中度的提升，该类企业将逐步被兼并或淘汰。

表 5：从事单一物流环节的中小型运输企业

代表企业	股东背景	经营特点	客户来源类型
-	中小运输企业为主	业务类型单一，单纯从事货运代理、运输或仓储经营，一般不直接参与主机厂配送，而是作为第一、二类企业的外协承运商	主要为大型汽车物流企业提供合作运力

数据来源：公司招股书，西南证券整理

3 整车领域专业性构筑竞争护城河

三羊马依托铁路运输的规模化和集约化效应，形成了同批次大批量车辆集中进入物流生产作业的特点，拥有对整车物流全过程生产管理工作的规模化调度和操作能力。公司以汽车主机厂所在地为枢纽，构建了覆盖全国各地的交通运输网，尤其在西南、西北等地区细分市场上具有较强的竞争优势。三羊马与多家知名汽车主机厂建立了长期合作关系，服务的品牌包括长安汽车、长安福特等，这些稳固的下游客户资源构成了公司重要的行业壁垒。

3.1 多式联运满足个性化需求

公司从成立之初，就确定了以提供快速高效的多样化物流服务为核心竞争力的公司战略定位和发展方向，率先在业内构建起以铁路为核心的多式联运物流网络平台，利用网络内不同节点的拆分组合，精准匹配用户需求，为客户提供不同场景下的物流服务，迅速成长为国内汽车物流行业的领先企业。

中铁特货作为商品车铁路运输唯一承运权的公司，公司与其建立长期稳定的合作关系，这为公司铁路运输提供运力保障。同时，公司除拥有一定规模自身运力外，还可随时调度规模较大的外协运力，这为公司公路运力提供了有利支持。公路、铁路两种方式下的稳定运力为公司自由选择、组合运输方式奠定基础。

表 6：公司前五大供应商金额及成本占比

年度	序号	供应商名称	采购额（万元）	占年度采购总额比例
2023 年度	1	中国国家铁路集团有限公司及其关联方	29,598.10	32.52%
	2	定州市文迁运输有限公司	5,375.34	5.91%
	3	定州市承运物流有限公司	2,782.97	3.06%
	4	成都市劲松物流有限公司	2,012.98	2.21%
	5	天津正祥物流有限责任公司	1,783.93	1.96%
		合计	41,553.33	45.66%
2022 年度	1	中国国家铁路集团有限公司及其关联方	23,915.27	32.13%
	2	定州市文迁运输有限公司及其关联方	2,685.63	3.61%
	3	定州市承运物流有限公司	2,413.01	3.24%
	4	成都市劲松物流有限公司	1,791.26	2.41%
	5	天津正祥物流有限责任公司	1,571.97	2.11%
		合计	32,377.14	43.50%
2021 年度	1	中国国家铁路集团有限公司及其关联方	29,830.21	36.48%
	2	定州市文迁运输有限公司及其关联方	3,175.89	3.88%
	3	定州市承运物流有限公司及其关联方	2,626.47	3.21%
	4	天津正祥物流有限责任公司	1,834.88	2.24%
	5	成都市劲松物流有限公司	1,655.99	2.03%
		合计	32,349.60	43.18%

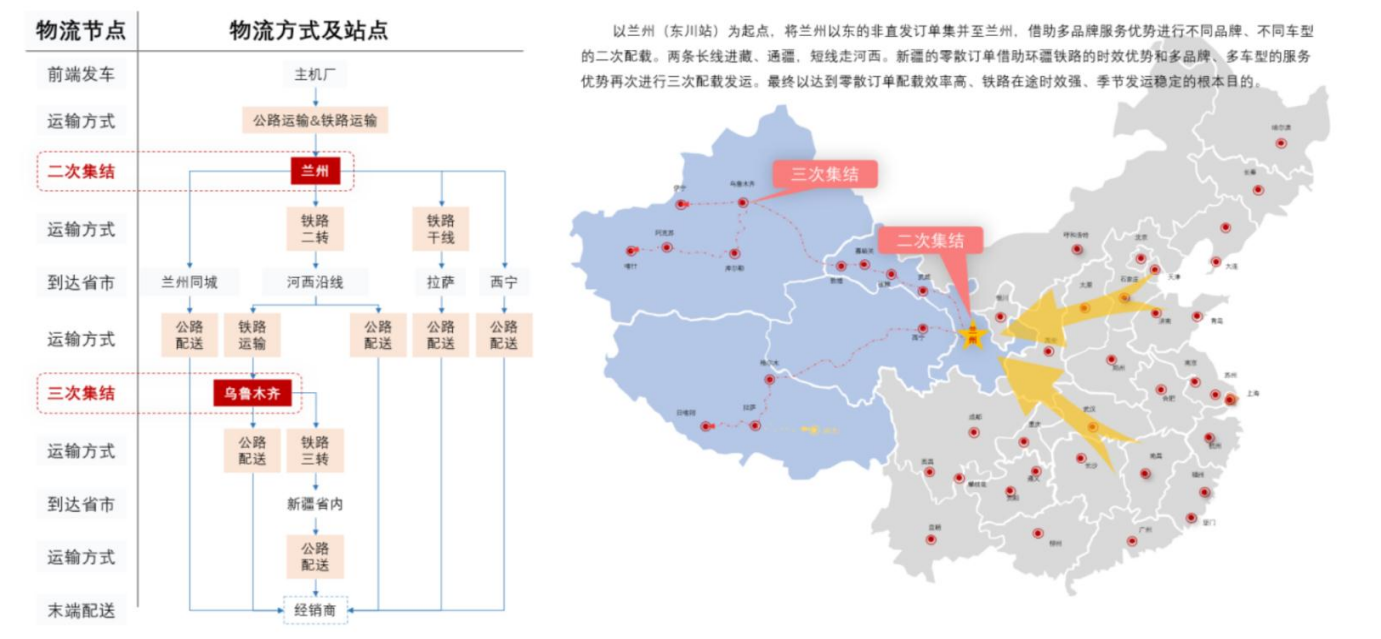
数据来源：公司公告，西南证券整理

近年来，公司主要供应商较为稳定，总体变动不大。2021-2023年，公司向中国国家铁路集团有限公司及其关联方采购金额分别为 2.98 亿元、2.39 亿元和 2.96 亿元，占比较高。主要系我国铁路货运服务由各地路局集团统一管理，具有垄断性，公司铁路运力仅能向国铁集团下属单位采购，因而导致向国铁集团及其关联方采购金额和占比较高。

承接客户订单后，公司根据发运规模、发运车型、发运里程、公司现有运力情况等设计相应物流方案，通过铁路、公路等多种运输方式优化组合，完成整车由生产所在地或客户指定起始地运送至客户指定地的一站式物流服务。公司通过不同运输方式的优化组合、有效衔接，在保证货物及时、安全交付的基础上，尽可能为客户降低物流成本。

以下为公司为国内某大型主机厂客户设计的公铁联运方案，其间利用公路、铁路，经多次集结，最终将商品车运至经销商。该方案中，公司以兰州(东川站)为起点，将兰州以东的非直发订单集并至兰州，借助多品牌服务优势进行不同品牌、不同车型的二次配载；两条长线进藏、通疆，短线走河西；新疆的零散订单借助环疆铁路的时效优势和多品牌、多车型的服务优势再次进行三次配载发运；最终以达到零散订单配载效率高、铁路在途时效强、季节发运稳定的根本目的。

图 13：国内某大型主机厂的公铁联运方案



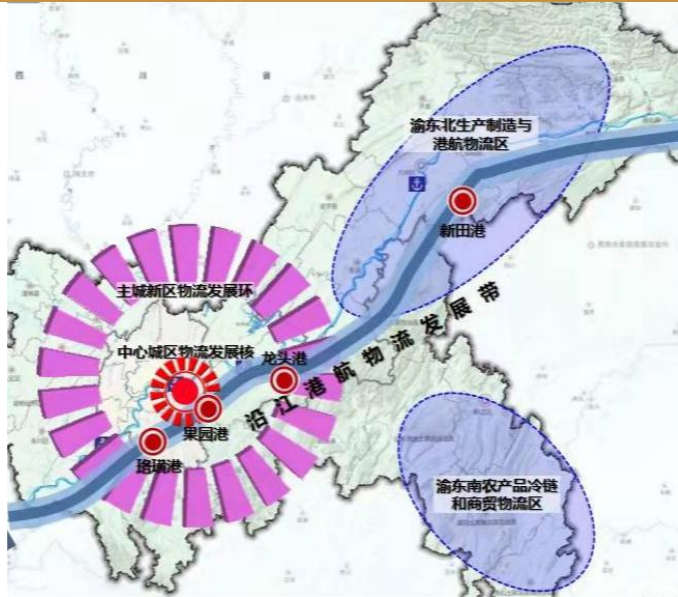
数据来源：公司招股书，西南证券整理

相比其他第三方汽车物流企业，公司的核心竞争力、核心价值主要体现以多式联运业务模式为核心，为客户实现降本增效和自身核心竞争力的提升。

3.2 以重庆为枢纽构建全国性物流网络

公司地处重庆，该区域是物流行业重点发展区域之一。重庆是中国西部唯一的直辖市，五大中心城市之一，西南地区的综合交通枢纽，处于丝绸之路经济带、中国—中南半岛经济走廊与长江经济带“Y”字形大通道的联节点上，是“一带一路”、长江经济带、中新（重庆）战略性互联互通示范项目的重要节点。“一带一路”、“长江经济带”、“中新（重庆）战略性互联互通示范项目”三大国家战略决定了重庆举足轻重的区域地位。

图 14：重庆市现代物流业空间格局示意图



数据来源：重庆向上，西南证券整理

凭借多年在物流网络上的布局，公司已在全国建立多个物流网点，基本形成覆盖全国主要省市，且形成西北专线、东北专线、西南专线，依托于已建成的物流网络，公司一方面可逐步建立并完善自有作业队伍，提升管理效率，减少与客户、铁路场站的沟通成本。另一方面在到站和发站均逐步建立网点，实现前后端作业均由同一供应商提供服务，降低协调沟通难度，缩短在不同运输方式及运输环节之间转换时间，提升作业效率。

图 15：公司在全国的物流基地布局



数据来源：公司招股书，西南证券整理

同时，公司具有一定物流信息化优势。公司结合自身生产业务需求自主开发的物流信息化平台 S-TWS 可对接中铁特货 OTD、铁路 TMS、公路 GPS 和仓储 WMS 等外部信息系统，实现了物流过程信息采集的自动化，能够为客户提供准确及时全程跟踪信息。公司制定了相关管理制度和操作流程，能为客户提供包括全程信息监控、多式联运、二次分拨、商品车仓储等增值服务。公司建立了商品车物流质量控制体系，能有效控制和降低物流质损。

3.3 多年行业深耕构筑客户资源壁垒

客户资源是汽车物流企业最重要的行业壁垒，亦是企业的核心竞争优势所在。公司通过多年行业深耕，赢得国内众多汽车主机厂信任并建立长期合作关系，公司服务的品牌包括长安汽车、长安福特、东风小康、上汽通用五菱、一汽大众、东风日产、比亚迪、长城、广汽本田、上海大众、北京现代等。

图 16：公司服务的汽车品牌



数据来源：公司公告，西南证券整理

同时依托于公司在铁路站点周边完善的物流基地网络布局和丰富的公铁联运经验，公司亦积极开拓其他第三方物流企业基于公铁联运衍生的两端作业服务，公司现已成为国铁集团旗下商品汽车物流专业服务公司中铁特货主要两端作业供应商之一。此外公司持续拓展在用车、快消品等非新车业务，已与神州租车、百威啤酒、纳爱斯、娃哈哈等知名客户建立长期、稳定合作关系，非新车运输是公司物流业务的重要组成部分。

表 7：公司业务面向的主要客户群体

业务内容	服务类型	客户群体	主要客户
汽车整车 综合物流服务	全程公铁联运	国内各大汽车制造企业或其下属公司、在用车客户，中铁特货等第三方物流企业	长安民生、东风小康、华晨鑫源等
	全程公路运输		奇瑞汽车、长城汽车等
	转驳服务		中铁特货、中都物流、长安民生等
	物流辅助服务		
非汽车商品综合物流服务		啤酒、饮料等快速消费品生产客户	百威啤酒、纳爱斯、娃哈哈等
仓储服务		物流、贸易等具有仓储需求的客户	重庆远孕物流有限公司、 重庆蜀道易供应链管理有限公司等

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司对主要客户业务获取方式包括招投标、竞争性谈判，下游客户主要由汽车物流配送商、汽车制造厂商和日用快消品生产商等构成。2021-2023 年前五名客户销售金额占当年营业收入的比例分别为 70.8%、70%和 73.6%。公司前五大客户销售收入合计占比较高，主要系国内汽车整车产能较为集中所致。公司来自中铁特货收入较高主要系中铁特货垄断经营汽车铁路全程运输服务业务，公司为其提供两端作业服务间接为主机厂提供服务。

公司前五大客户较为稳定，中铁特货、长安民生物流、东风小康、奇瑞汽车、百威、中都物流等客户均为行业内知名企业，公司与主要客户合作时间较长，交易金额波动主要原因系作业单价和汽车销量波动等因素导致。

2022年中都物流取代奇瑞汽车成为前五大客户，主要原因系公司为奇瑞汽车提供的运输服务以公路为主，受油价大幅上涨影响，奇瑞项目处于亏损状态，公司出于经济效益角度考虑，减少了作业量，导致奇瑞项目的收入下滑较多，退出了前五大客户行列，中都物流超越奇瑞汽车进入前五大客户行列。

表 8：公司前五大销售客户金额及占比

年度	序号	客户名称	销售额（万元）	占年度销售总额比例
2023 年度	1	重庆长安民生物流股份有限公司及其关联方	26,495.58	27.03%
	2	中铁特货物流股份有限公司及其关联方	26,495.24	27.03%
	3	百威（中国）销售有限公司及其关联方	8,681.15	8.86%
	4	奇瑞汽车股份有限公司及其关联方	6,482.97	6.61%
	5	重庆东风小康汽车销售有限公司及其关联方	3,983.85	4.06%
	合计			72,138.79
2022 年度	1	中铁特货物流股份有限公司及其关联方	22,036.76	27.38%
	2	重庆长安民生物流股份有限公司及其关联方	18,155.07	22.56%
	3	百威（中国）销售有限公司及其关联方	6,838.04	8.50%
	4	重庆东风小康汽车销售有限公司及其关联方	5,484.01	6.81%
	5	中都物流有限公司及其关联方	3,785.10	4.70%
	合计			56,298.99
2021 年度	1	中铁特货物流股份有限公司及其关联方	22,088.92	23.94%
	2	重庆长安民生物流股份有限公司及其关联方	18,752.54	20.32%
	3	重庆东风小康汽车销售有限公司及其关联方	8,454.32	9.16%
	4	奇瑞汽车股份有限公司及其关联方	8,113.55	8.79%
	5	百威（中国）销售有限公司及其关联方	7,922.63	8.59%
	合计			65,331.95

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 汽车行业回稳复苏，公司业务规模和盈利能力增强

公司营业收入和毛利润主要来自于汽车整车综合物流服务业务。2022年，受部分作业区域运输受限、主要客户定价调整及采购成本上涨等影响，公司营业收入和利润均同比下滑。2023年，随着外部环境改善、各地汽车行业刺激政策出台等，公司收入有所增长；同时，随着作业单价提高，部分对冲了因柴油价格上涨等造成的不利影响，毛利率企稳回升。

4.1 全程物流服务：作业单价上涨，业务毛利润同比增加

全程物流服务包括车辆运输、装卸、加固、配送等作业环节，客户提出运输需求，公司设计相应物流方案、通过铁路或公路等多种运输方式优化组合、完成整车下线生产场地或客户指定起始地运送至汽车经销商处或客户指定地的一站式物流服务。全程物流服务可细分为全程公铁联运和全程公路运输两种方式，全程公路运输单价低于公铁联运单价。

图 17：公司整车全程物流服务过程


数据来源：公司招股书，西南证券整理

在服务价格制定方面，公司在保证自身合理利润的基础上，对铁路发运成本、不同时段的油价浮动程度、区域运输难易程度、外购公路运力和装卸等物流辅助活动单价变动等因素综合考虑，提出业务参考价格。同时结合客户的物流业务规模、服务质量要求及客户战略定位，根据自身的竞争实力，最终通过与客户协商或竞标方式确定服务价格。全程公路运输单价较公铁联运单价稍低。

公司全程物流服务业务合作品牌包括长安福特、长安铃木、东风小康、奇瑞汽车等。2022 年，公司全程物流服务业务运输数量为 20.9 万台，同比下滑 22.8%，主要受外部环境影响下汽车市场产销量低迷及部分城市运输受限等所致。作业单价方面，2022 年公司全程物流服务业务单台车运价同比上涨 5.1% 至 1535.8 元/台，主要受运输线路差异影响。受作业台数下降影响，公司全程物流服务业务收入和毛利均有所下降。

2023 年 1-6 月，受前期油价上升及新增运输距离较远的国际物流和全程公路远距离运输车增加等多种因素影响，全程物流服务业务作业单价继续上涨至 1670.8 元/台；因作业台数下降，业务收入同比下滑 3.2%；受益于单价上涨，业务毛利润同比略增加。

表 9：全程物流服务作业台数及收入情况（万台、元/台、亿元）

类别	类别	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1-6 月
全程公铁联运	作业台数	14.14	17.74	15.57	7.69
	每合单价	1794.55	1697.32	1666.79	1792.31
	收入	2.54	3.01	2.59	1.38
全程公路运输	作业台数	7.91	9.17	5.2	2.37
	每合单价	979.97	1004.2	1144.17	1276.07
	收入	0.78	0.92	0.6	0.3
合计	作业台数	22.06	26.91	20.77	10.05
	每合单价	1502.31	1461.18	1535.84	1670.83
	收入	3.31	3.93	3.19	1.68

数据来源：公司 2023 年度跟踪评级报告，西南证券整理

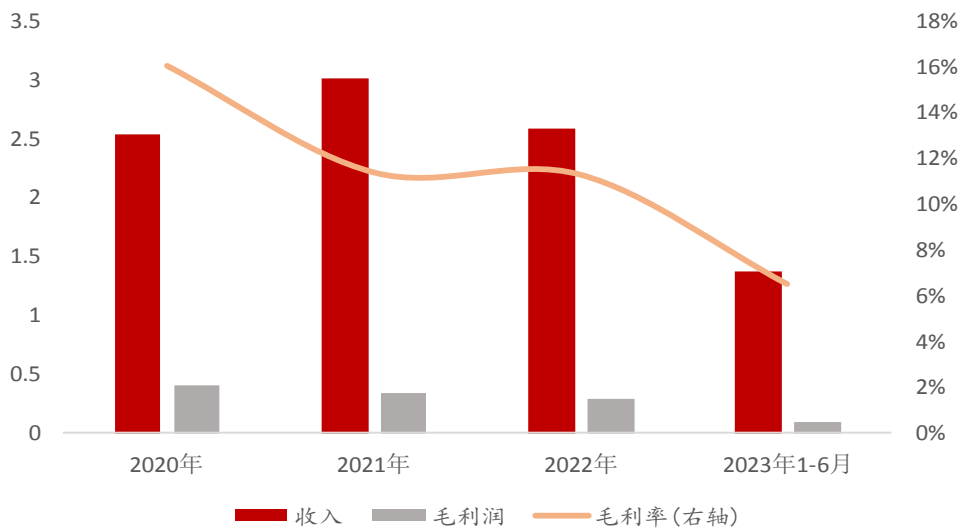
4.1.1 全程公铁联运

公司全程公铁联运业务主要客户为重庆长安民生物流股份有限公司、杭州长安民生物流有限公司、重庆东风小康汽车销售有限公司等。

2022 年，受外部环境影响，公司全程公铁联运作业台数有所下降。作业单价方面，2022 年全年公铁联运作业单价较 2021 年小幅下降，主要系受运输线路差异综合影响。受作业台数和单价下降影响，2022 年业务收入和毛利润均同比下滑，毛利率受作业量减少、单台车分摊的间接成本增加等影响而有所下降。

2023 年 1-6 月，全程公铁联运收入同比增长主要是因为当期运输距离较远的在用车业务增加，同时新增单价较高的国际运输业务，但油价持续高位且公司新购置部分运输车辆，单位自有公路成本增加，毛利率同比下降。

图 18：公司全程公铁联运业务盈利情况（亿元）



数据来源：公司 2023 年度跟踪评级报告，西南证券整理

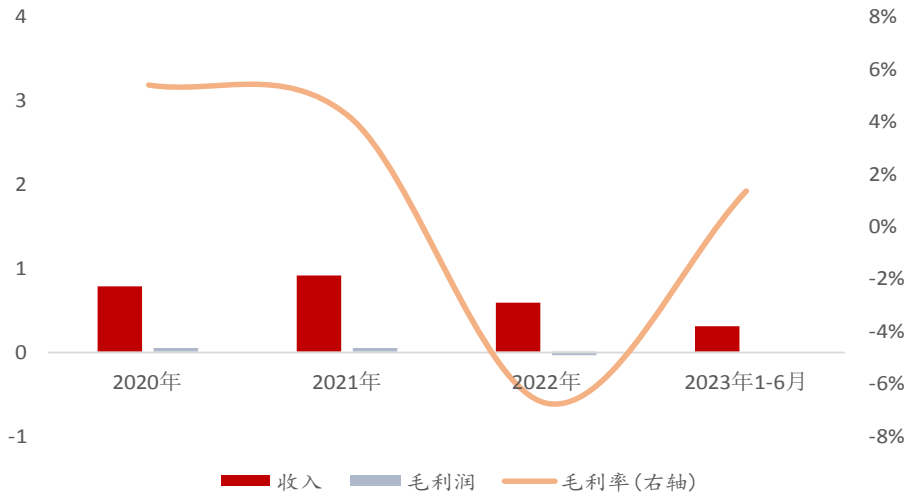
4.1.2 全程公路运输

公司全程公路运输业务主要客户为安徽奇瑞商用车销售有限公司。

作业台数方面，2022 年受前期油价上升等多种因素影响，公司奇瑞项目处于亏损，公司减少奇瑞项目作业量，同时受东风小康传统燃油车销量下滑影响，来自东风小康业务量减少及叠加物流流通不畅影响，作业台数下降。2022 年受油价大幅上涨影响，公司全程公路运输作业单价有所上升。主要受作业台数下降影响，2022 年全年公路运输业务收入同比下滑。毛利率方面，油价上涨带动公司单位外购成本增加及作业台数下降，业务毛利率下降至 -6.8%。

2023 年 1-6 月，油价相对高位下，公司减少了部分华晨鑫源盈利能力较弱线路，同时长城汽车永川生产基地直接通过永川火车站铁路发运量增加，当期公路运输作业量有所减少造成业务收入和毛利润同比略下降，业务毛利率转正。

图 19：公司全程公路运输业务盈利情况（亿元）



数据来源：公司2023年度跟踪评级报告，西南证券整理

4.2 两端作业服务：中转仓储业务增多，作业单价提高

公司两端作业服务是指为客户的多式联运过程实现在不同物流场站、不同物流环节无缝转换的作业服务。由于铁路运输仅能实现商品在火车站之间的位移，公铁联运涉及不同运输方式和运输环节之间的转换对接，对应的运输环节主要包括“门到站”、“站到站”和“站到门”三部分。其中“站到站”铁路发运部分由中铁特货垄断经营，“门到站”和“站到门”运输环节及场站内作业涉及的装卸、加（解）固、中转仓储、前端转驳和后端转驳等两端作业内容由公司或其他第三方物流公司完成。其中装卸、加（解）固、中转仓储等以人工为主的作业统称为物流辅助服务，前端转驳和后端转驳等以短途运输为主的作业统称为转驳服务。物流辅助服务和转驳服务统称为两端作业服务。公司两端作业服务业务的主要客户为中铁特货。

图 20：公司两端作业服务过程



数据来源：公司招股书，西南证券整理

2022年受新疆、兰州、西藏、重庆等地无法全面开展作业服务，业务收入和毛利润均同比下滑；2023年1-6月，国内汽车产销继续保持增长，公司来自中铁特货、长安民生及比亚迪等客户收入整体呈增长趋势，两端作业服务收入和毛利润均同比增加。

表 10：两端作业服务业务作业台数及收入情况（万台、元/台、亿元）

类别	类别	2020年	2021年	2022年	2023年1-6月
物流辅助服务	作业台数	381.82	421.79	366.12	171.55
	每合单价	50.56	39.54	44.82	51.19
	收入	1.93	1.67	1.64	0.88
转驳服务	作业台数	247.91	269.46	169.61	74.63
	每合单价	81.25	78.66	107.84	148.62
	收入	2.01	2.12	1.83	1.11
合计	作业台数	629.73	691.25	535.72	246.18
	每合单价	62.64	54.79	64.77	80.73
	收入	3.94	3.79	3.47	1.99

数据来源：公司2023年度跟踪评级报告，西南证券整理

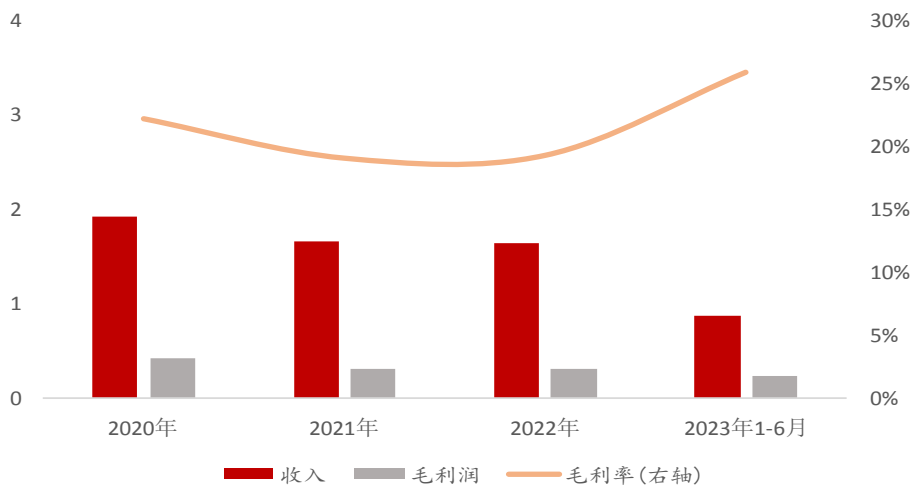
4.2.1 物流辅助服务

物流辅助服务主要是在公司所投入运营的场站、铁路货运站等为客户提供装卸、加固、储存、保管等服务；中铁特货为公司物流辅助服务的主要客户。

2022年，受外部环境变化导致人员及物流流通不畅影响，平均交付时间和中转仓储时长增加，公司物流辅助服务作业单价较2021年略有上升，但受新疆、西藏、兰州、重庆等地无法全面开展作业影响，公司物流辅助服务作业量同比减少，进而导致物流辅助服务作业收入较上年同期减少1.6%。主要受益于作业单价上升，业务毛利率同比小幅提升。

2023年1-6月，公司加大与比亚迪在长沙及合肥区域中转仓储及运输业务合作，当期中转仓储业务增多带动物流辅助作业单位收入较上年同期增加7元/台；受益于公司加大对车辆中转存储时间较长客户的开拓，业务毛利率同比增长。

图 21：公司物流辅助服务盈利情况（亿元）



数据来源：公司2023年度跟踪评级报告，西南证券整理

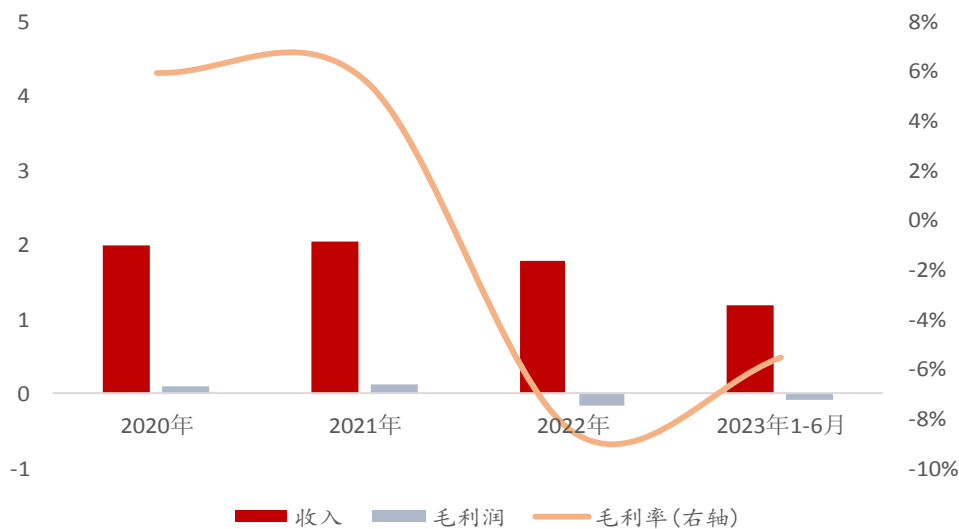
4.2.2 转驳服务

转驳服务主要为公司公铁联运行生业务，为客户的联运过程实现在不同物流场站、不同物流环节无缝转换的运输服务，主要包括“门到发站”、“到站到门”的短驳服务和在场站内不同位置间的捣短服务。

2022 年，受国内油价波动及运力调拨流通不畅影响，公司转驳服务单价较 2021 年大幅上升，但受上海、新疆、西藏、重庆等多地部分月度无法全面开展作业影响，当期作业量有所下滑，导致 2022 年转驳服务收入下滑。毛利率转为负，主要是一方面当期油价持续上升带动转驳服务成本增加，另一方面作业数量减少、车辆空驶率增加，导致外购成本和自有成本均大幅上升。

2023 年 1-6 月，受油价整体保持高位影响，中铁特货等客户转驳服务单价整体高于 2022 年同期，同时受长安汽车产销快速增长影响，公司来自长安民生及其关联方的转驳服务收入同比增长。长安民生转驳服务以长距离配送为主，整体单位价格较中铁特货高，长安民生收入及作业量增加带动公司 2023 年 1-6 月转驳服务单位价格上升，毛利率有所提升但仍为负。

图 22：公司转驳服务业务盈利情况（亿元）

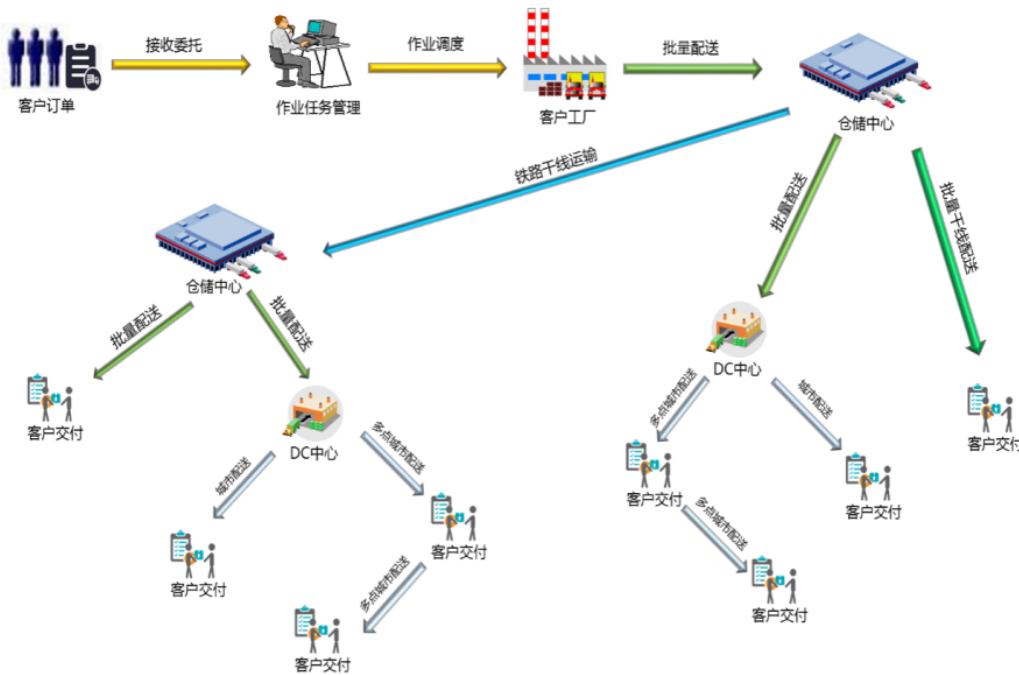


数据来源：公司 2023 年度跟踪评级报告，西南证券整理

4.3 非汽车商品综合物流服务：作业单价上涨，业务毛利润和毛利率同比提升

公司非汽车商品综合物流服务主要是为啤酒、矿泉水等快速消费品生产客户提供集物流方案设计、货物运输、装卸、搬运等一站式综合物流服务。

图 23：公司非汽车商品综合物流服务业务流程



数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司依托在整车物流运输方面积累的物流经验及构建的物流网络，将业务向普通货物运输领域延伸，为啤酒、饮料等快速消费品生产客户提供集物流方案设计、货物运输、装卸、搬运等一站式综合物流服务。非汽车商品综合物流服务的客户包括百威（中国）销售有限公司、纳爱斯丽水销售有限公司等。

非汽车商品综合物流服务定价方式整体与汽车整车综合物流服务定价方式保持一致。非汽车商品综合物流服务根据与客户确定的运输价格，以双方确认的线路结算里程，实行运费结算全包干制度。受外部环境变化导致物流不畅等影响，2022 年非汽车商品综合物流服务收入同比下降 10.9%；但受益于作业单价上涨，业务毛利润和毛利率均同比略增。2023 年 1-6 月，随着外部环境好转，公司来自百威、纳爱斯等客户收入均有所回升，带动业务盈利同比增长。

表 11：非汽车商品综合物流服务业务作业台数及收入情况（万吨、元/吨、亿元、%）

类别	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1-6 月
作业台数	41.61	44.16	38.65	24.13
每合单价	277.43	272.19	276.97	273.77
收入	1.15	1.2	1.07	0.66
毛利率	4.21	5.52	7.17	6.93

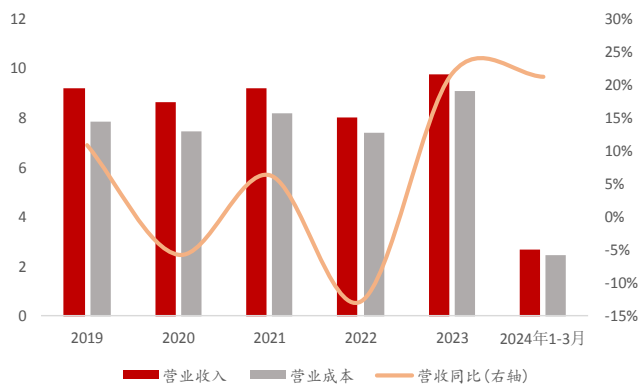
数据来源：公司 2023 年度跟踪评级报告，西南证券整理

5 盈利能力整体改善，费用管控能力强

2022 年，受作业量下降等影响，公司营业收入同比下降 12.8%至 8.1 亿；受外部环境影响，部分作业区域运输同时铁路采购成本、油价上涨等影响，毛利率与净利率均有所下降。2023 年，随着外部环境好转，公司业绩有所改善，实现营业收入 9.8 亿元，同比增长 21.8%；归母净利润 2011.6 万元，同比增长 29%；毛利率、净利率分别为 7.15%、2.04%。

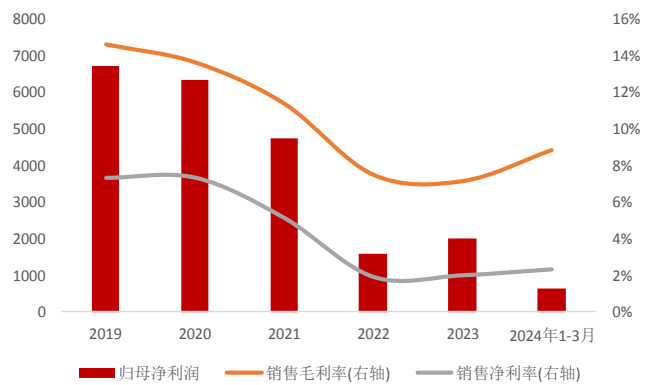
2024Q1 公司营业收入 2.7 亿元，同比增长 21.3%；归属于上市公司股东的净利润 631.4 万元，同比下降 19.7%，主要由于 2023 年同期基数较高；毛利率、净利率分别为 8.84%、2.36%，环比改善 2.46pp、1.53pp。

图 24：营业收入、营业成本及营收增长情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

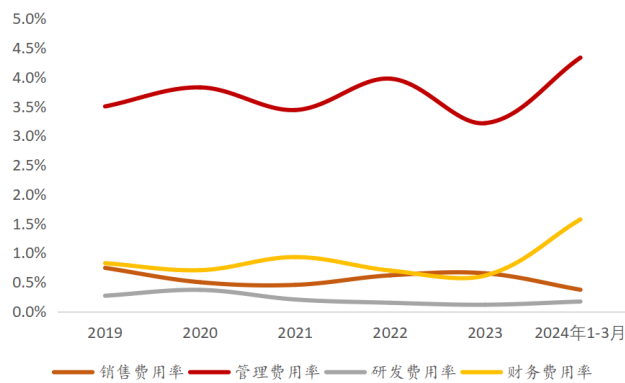
图 25：归母净利润、毛利率与净利率变动（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

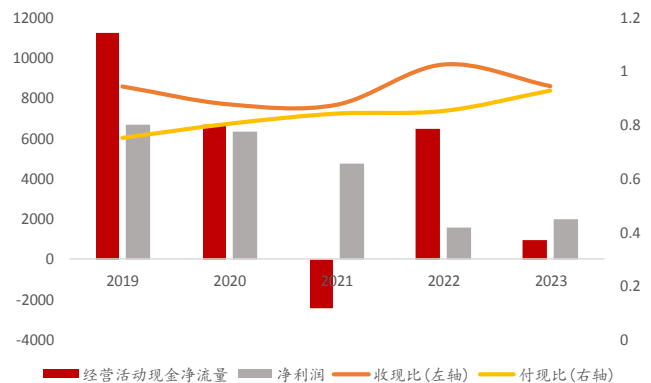
2023 年，公司期间费用率为 4.59%，同比减少 0.84pp。其中，除销售费用率（0.65%）同比上升 0.03pp 外，管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为 3.21%、0.61%、0.11%，分别下降 0.76pp、0.08pp、0.03pp。2023 年，公司经营活动现金流量净额为 0.09 亿元，较 2022 年同期 0.65 亿元下降明显，主要原因是使用票据背书支付供应商款项减少，当期购买商品、接受劳务支付的现金增加，导致经营活动产生的现金流量净额为负；收现比为 0.95，较 2022 年同期的 1.03 有所下降。

图 26：期间费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 27：现金流情况



数据来源：Wind，西南证券整理

表 12：2023 年同业上市公司经营情况比较

公司名称	营业收入(亿元)	营收增长率	销售毛利率	主营业务
长久物流	37.83	-4.41%	10.69%	零部件物流、整车仓储、整车运输
中铁特货	106.82	12.85%	8.32%	大件货物物流、冷链物流、商品汽车物流
西上海	12.76	2.71%	23.16%	包覆件、零部件仓储及运营服务、零部件运输服务、涂装件、整车仓储及运营服务、整车运输服务
长安民生物流	79.69	3.22%	4.66%	整车物流、汽车原材料和零部件的供应链管理服务
安达物流	7.74	7.60%	5.71%	安达物流卷烟综合物流服务、安达物流整车综合物流服务
平均		4.39%	10.51%	
三羊马	9.80	21.82%	7.15%	三羊马互联网物流平台服务、三羊马普货物流服务、三羊马物流辅助服务、三羊马整车物流服务

数据来源：Wind，西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

关键假设：

根据中汽协统计与预测，2024 年中国汽车市场将继续保持增长，预计 2024 年中国汽车总销量将超过 3100 万辆，同比增长 3%左右；公司第一大客户长安民生物流，为长安汽车及其合资品牌提供整车及零部件物流业务，其 2024 年销量目标为 280 万辆，同比 2023 年的 255 万辆增长 9.7%，2030 年销量目标达 500 万辆；公司凭借丰富的多式联运经验及完善的物流网络等竞争优势，市占率持续提升。预计公司汽车整车综合服务企稳回升，2024-2026 年作业台数同比+20%、+15%、+11%，每台单价同比-1%、0%、0%。同时，公司优化物流网络布局，规模效应显现，毛利率稳中有升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 7.1%、7.5%、7.5%。

表 13：汽车整车综合服务业务预测

		2023A	2024E	2025E	2026E
汽车整车 综合服务业务	营业收入（万元）	82,257.7	97,886.7	112,569.7	124,952.4
	作业台数 YoY		20%	15%	11%
	每台单价 YoY		-1%	0%	0%
	营业收入 YoY		19%	15%	11%

数据来源：西南证券

基于以上假设，我们预测公司收入和成本如下表：

表 14：收入成本预测

		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入（万元）	98,026.6	114,759.4	130,623.5	144,269.9
	YOY		17%	14%	10%
	营业成本（万元）	91,016.5	105,818.4	120,050.4	132,619.0
	毛利率	7.2%	7.8%	8.1%	8.1%
汽车整车 综合服务业务	营业收入（万元）	82,257.7	97,886.7	112,569.7	124,952.4
	YOY		19.0%	15.0%	11.0%
	营业成本（万元）	77,109.1	90,936.8	104,127.0	115,581.0
	毛利率	6.3%	7.1%	7.5%	7.5%
其他业务	营业收入（万元）	15,768.8	16,872.7	18,053.7	19,317.5
	YOY		7.0%	7.0%	7.0%
	营业成本（万元）	13,907.5	14,881.7	15,923.4	17,038.0
	毛利率	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%

数据来源：西南证券

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2579.8、3190、3612.2 万元，每股收益分别为 0.32、0.40、0.45 元，每股净资产分别为 10.54、10.91、11.33 元，对应 PB 分别为 2.7、2.6、2.5 倍。

6.2 相对估值

我们选取汽车物流行业中的 1 家上市公司长久物流，以及消费品供应链行业中的 1 家上市公司东方嘉盛作为可比对象。考虑到三羊马基本面转好却依然处于底部区域，因此采用 PB 估值，公司 2024 年 PB 为 2.7 倍，可比公司 2024 年平均 PB 为 1.8 倍。我们认为，汽车行业稳定健康发展将带动汽车物流行业持续稳定向好，三羊马作为汽车物流领域的专业公司有望充分收益，建议关注。

表 15：可比公司估值

公司	代码	股价	每股净资产（元）				市净率			
		（元）	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
长久物流	603569.SH	9.66	4.71	5.23	5.96	6.65	2.1	1.8	1.6	1.5
东方嘉盛	002889.SZ	22.33	11.46	12.52	13.97	-	1.9	1.8	1.6	-
可比公司估值							2.0	1.8	1.6	-
三羊马	001317.SZ	29.25	10.69	10.54	10.91	11.33	2.7	2.7	2.6	2.5

数据来源：Wind，西南证券整理；注：长久物流为 wind 一致预期，东方嘉盛为西南证券预测

7 风险提示

- 1) 全球经济和国内宏观经济衰退：公司的整车业务与汽车产销量直接相关，其市场规模及变化情况直接影响着汽车物流行业的发展变化。尽管公司的主要客户为国内知名整车厂商，但汽车行业受宏观经济和国家产业政策的影响较大，若未来全球经济和国内宏观经济形势恶化，或者国家产业政策发生不利变化，则可能导致我国汽车行业产销量持续下滑的风险，从而对公司生产经营和盈利能力造成不利影响。
- 2) 外购成本上涨：公司物流运输主要是通过不同运输方式组合的多式联运，因此公司物流业务运营过程中，需要对外采购铁路运力、外协运力（公路运输部分）、两端作业服务等。外购成本是公司主要成本，价格一般随行就市，存在波动，物流供应商成本波动可能对发行人经营成本产生较大压力的影响。
- 3) 对中铁特货存在重大依赖：中铁特货作为国铁集团下属专业铁路运输公司，在商品车铁路运输上具有垄断经营地位，公司开展汽车整车综合物流服务所需铁路运力均向中铁特货采购。虽然公司与中铁特货合作时间较长，对其货运规则、流程均较为熟悉，且近年来铁路基础设施的完善使得铁路货运能力得到较大改善。但若未来中铁特货运力供应不足，导致公司货物运输需更换运输方式，将相应增加公司采购成本和管理成本，公司在铁路运力采购上对中铁特货存在重大依赖风险。
- 4) 客户相对集中的风险：客户资源是汽车物流企业最重要的行业壁垒，亦是企业的核心竞争优势所。公司与前几大客户保持了长期稳定的合作关系，主要客户集中于少数规模大、信用良好的优质客户，如重庆长安民生物流股份有限公司、重庆小康工业集团股份有限公司、百威（中国）销售有限公司。虽然公司的主要客户群为具有较强经营实力的大型知名企业，业务稳定性和持续性较好，但若未来公司主要客户群的经营状况因各种原因发生不利变化，则可能会对公司经营产生不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	980.27	1147.59	1306.23	1442.70	净利润	19.97	25.62	31.68	35.87
营业成本	910.17	1058.18	1200.50	1326.19	折旧与摊销	21.06	25.66	34.71	39.24
营业税金及附加	6.51	8.26	9.37	10.10	财务费用	6.02	7.64	7.83	8.01
销售费用	6.38	6.59	8.02	8.84	资产减值损失	0.00	-0.19	-0.23	-0.27
管理费用	31.51	41.20	47.14	51.44	经营营运资本变动	0.46	11.80	-24.96	-13.41
财务费用	6.02	7.64	7.83	8.01	其他	-38.25	17.60	6.77	2.28
资产减值损失	0.00	-0.19	-0.23	-0.27	经营活动现金流净额	9.26	88.13	55.79	71.72
投资收益	3.47	4.45	3.96	4.17	资本支出	-119.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.06	0.04	0.04	其他	74.01	-2.33	7.13	16.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-45.22	-2.33	7.13	16.14
营业利润	23.59	30.41	37.60	42.61	短期借款	-25.03	-70.07	0.00	0.00
其他非经营损益	0.30	0.10	0.15	0.16	长期借款	19.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	23.90	30.51	37.75	42.76	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	3.92	4.89	6.08	6.90	支付股利	-8.00	-6.03	-7.74	-9.57
净利润	19.97	25.62	31.68	35.87	其他	193.11	-35.45	3.61	2.57
少数股东损益	-0.14	-0.18	-0.22	-0.25	筹资活动现金流净额	179.35	-111.55	-4.13	-7.00
归属母公司股东净利润	20.12	25.80	31.90	36.12	现金流量净额	143.39	-25.76	58.79	80.85
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	423.77	398.02	456.81	537.66	成长能力				
应收和预付款项	339.88	411.57	469.93	513.95	销售收入增长率	21.82%	17.07%	13.82%	10.45%
存货	13.34	15.70	16.94	19.31	营业利润增长率	26.63%	28.90%	23.66%	13.30%
其他流动资产	49.57	15.34	19.42	14.46	净利润增长率	27.24%	28.25%	23.65%	13.24%
长期股权投资	27.86	27.86	27.86	27.86	EBITDA 增长率	8.14%	25.72%	25.80%	12.11%
投资性房地产	45.00	45.00	45.00	45.00	获利能力				
固定资产和在建工程	500.80	480.89	451.92	418.43	毛利率	7.15%	7.79%	8.09%	8.08%
无形资产和开发支出	121.99	116.61	111.24	105.87	三费率	4.48%	4.83%	4.82%	4.73%
其他非流动资产	39.68	36.08	29.22	22.51	净利率	2.04%	2.23%	2.42%	2.49%
资产总计	1561.89	1547.07	1628.35	1705.05	ROE	2.33%	3.04%	3.63%	3.96%
短期借款	70.07	0.00	0.00	0.00	ROA	1.28%	1.66%	1.95%	2.10%
应付和预收款项	283.70	345.36	388.50	426.14	ROIC	3.95%	4.78%	6.06%	7.04%
长期借款	101.70	101.70	101.70	101.70	EBITDA/销售收入	5.17%	5.55%	6.14%	6.23%
其他负债	250.71	256.22	265.17	270.93	营运能力				
负债合计	706.18	703.28	755.37	798.78	总资产周转率	0.68	0.74	0.82	0.87
股本	80.04	80.04	80.04	80.04	固定资产周转率	8.13	5.60	4.04	3.97
资本公积	443.62	443.62	443.62	443.62	应收账款周转率	2.76	2.75	2.68	2.65
留存收益	284.80	304.56	328.72	355.27	存货周转率	78.85	72.12	72.38	72.38
归属母公司股东权益	855.70	843.97	873.38	906.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.75%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.18	-0.41	-0.66	资本结构				
股东权益合计	855.70	843.79	872.98	906.27	资产负债率	45.21%	45.46%	46.39%	46.85%
负债和股东权益合计	1561.89	1547.07	1628.35	1705.05	带息债务/总负债	45.57%	35.79%	33.32%	31.51%
					流动比率	2.10	2.17	2.22	2.29
					速动比率	2.06	2.13	2.18	2.25
					股利支付率	39.79%	23.39%	24.26%	26.49%
					每股指标				
					每股收益	0.25	0.32	0.40	0.45
					每股净资产	10.69	10.54	10.91	11.33
					每股经营现金	0.12	1.10	0.70	0.90
					每股股利	0.10	0.08	0.10	0.12
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	50.67	63.71	80.15	89.86					
PE	113.72	88.67	71.71	63.33					
PB	2.67	2.71	2.62	2.52					
PS	2.33	1.99	1.75	1.59					
EV/EBITDA	40.22	31.19	24.10	20.73					
股息率	0.35%	0.26%	0.34%	0.42%					

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。

公司评级	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
	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
行业评级	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
	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
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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
