

东方嘉盛 (002889)

证券研究报告
2017年08月25日

先发优势显著，打造供应链服务高端品牌

国内最早涉足供应链行业的企业之一，优质客户群保证行业拓展潜力

东方嘉盛成立于2001年7月，作为我国供应链管理行业的先行者，拥有一批稳定和长期合作的国际客户，包括惠普、宏碁、华硕、锐珂、NEC和3M等世界500强企业，以及全球第二大烈酒及葡萄酒集团——保乐力加。先发优势给市场新进入者设立了较高的门槛，优质合作企业保证行业拓展潜力，有助于提升公司知名度，帮助公司实现打造供应链管理服务行业高端品牌的战略目标。公司控股股东以及实际控制人为张卫平女士持有公司46.11%的股份，张女士的一对子女邓思晨、邓思瑜各持有公司12.89%的股份，三人共持有公司71.89%的股份，对公司有绝对控制权。

供应链管理行业发展潜力巨大，业内竞争相对分散

我国现代物流及供应链管理行业仍处于初级发展阶段，行业供应商功能单一，增值服务薄弱。目前供应链管理服务主要应用于电子信息、医疗器械等行业，而采用深度供应链管理服务的客户主要以大型企业特别是跨国企业为主。而随着其他行业的竞争不断加剧，各企业对深度整合供应链管理的需求不断扩大，供应链管理行业将伴随着各行各业企业的成长进入高速发展期。所以无论从广度上还是从深度上供应链管理行业都有着巨大的发展潜力。

营收高增长，毛利率下滑，净利润基本持平

2016年公司分别实现营收68.87亿，同比增加56.34%，经营业绩稳健，业务规模快速扩张。其中贸易类业务增长迅猛，营收同比增加59.16%，带领着公司总营收迅速增长；传统供应链业务自2013年暴涨后增速连年放缓，但因业务占比极小，所以对公司总营收增长影响不大。受贸易类业务毛利率下滑地拖累，公司毛利率连年下滑，从2014年的3.70%降至2016年的1.72%。营收与毛利率一增一减，导致公司净利润基本持平。

盈利预测

我们认为随着公司电子、医疗行业贸易类供应链服务的纵向延伸、其他行业代理类供应链服务的横向拓展以及客户群数量的增加，且IPO募集资金到位后公司投向跨境电商、医疗器械、综合物流、信息化等项目，公司业绩有望迎来显著增长。预计公司17/18/19年收入增速分别为21.27%、18.74%、12.66%，EPS分别为0.80、0.94、1.06元。首次覆盖给予增持评级，目标价36元，对应17年业绩预测45X PE。

风险提示：毛利率下滑风险、客户集中度较高的风险、公司其他业务领域拓展不及预期

投资评级

行业	交通运输/物流
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	31.48元
目标价格	36元
上次目标价	元

基本数据

A股总股本(百万股)	138.10
流通A股股本(百万股)	34.53
A股总市值(百万元)	4,347.43
流通A股市值(百万元)	1,087.00
每股净资产(元)	7.96
资产负债率(%)	89.85
一年内最高/最低(元)	35.49/15.53

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
李轩	联系人
lixuan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,405.09	6,886.93	8,862.06	11,037.98	13,247.81
增长率(%)	34.73	56.34	28.68	24.55	20.02
EBITDA(百万元)	89.80	86.25	111.36	168.46	289.07
净利润(百万元)	81.83	90.57	109.84	130.42	146.93
增长率(%)	(12.45)	10.68	21.27	18.74	12.66
EPS(元/股)	0.79	0.87	0.80	0.94	1.06
市盈率(P/E)	39.85	36.00	39.58	33.33	29.59
市净率(P/B)	6.40	5.64	3.06	1.69	1.13
市销率(P/S)	0.99	0.63	0.49	0.39	0.33
EV/EBITDA	0.00	0.00	63.70	45.30	28.56

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 东方嘉盛：供应链管理优势企业，行业前景广阔	4
1.1. 历史沿革	4
1.2. 股权结构	4
1.3. 财务分析	5
2. 行业分析	6
2.1. 行业发展简史：从物流配送到资源的深度整合与开发	6
2.2. 行业现状：市场规模巨大，行业仍处于初级发展阶段	6
2.2.1. 行业发展现状	6
2.2.2. 供应链管理行业市场规模	6
2.2.3. 市场前景广阔，行业竞争分散	7
3. 主营业务	8
3.1. 贸易类供应链管理服务	8
3.2. 代理类供应链管理服务	9
3.3. 基础供应链管理服务	9
3.4. 三大业务模式区别	10
3.5. 竞争优势：先入为主的市场地位，优质的客户群体	10
3.5.1. 先发优势设立进入壁垒	10
3.5.2. 优质客户群保证行业拓展潜力	10
3.5.3. 主要供应商与客户——与惠普深度合作，积极开展其他客户	11
4. 募投项目分析	12
4.1. 跨境电商供应链管理项目	12
4.2. 医疗器械供应链管理项目	12
4.3. 互联网综合物流服务项目	12
4.4. 信息化建设项目	13
5. 盈利预测	13
6. 风险提示	13

图表目录

图 1：截至招股书签署日，东方嘉盛股权结构	4
图 2：公司近五年营收情况	5
图 3：公司近五年归属母公司净利润情况	5
图 4：各主营业务历年营业收入	5
图 5：2016 年公司主营业务占比	5
图 6：各主营业务增长速率	6
图 7：公司各业务板块毛利率	6
图 8：供应链管理市场规模计算方法	7

图 9: 2007 年至 2016 年中国社会物流总额 (万亿元)	7
图 10: 2007 年至 2016 年中国社会物流总费用 (万亿元)	7
图 11: 东方嘉盛供应链管理业务模式	8
图 12: 电子信息贸易服务流程: 产成品的采购	8
图 13: 医疗器械贸易服务流程: 产成品的销售	8
图 14: 公司代理类服务的典型业务流程	9
图 15: 基础供应链业务典型流程	9
图 16: 公司主要合作伙伴	11
表 1: 东方嘉盛历史沿革	4
表 2: 上市前后公司股本情况	5
表 3: 三大业务模式对比	10
表 4: 公司主要竞争对手情况	10
表 5: 2016 年公司前五大客户营业收入及毛利情况 (单位: 万元, %)	11
表 6: 2016 年公司前五大采购供应商及采购金额 (单位: 万元, %)	11
表 7: 募集资金投资项目 (单位: 万元)	12

1. 东方嘉盛：供应链管理优势企业，行业前景广阔

东方嘉盛作为我国供应链管理行业的先行者，公司以客户需求为核心，综合运用和整合进出口代理、报关报检、仓储及保税物流、运输等基础服务，为客户提供综合供应链管理服**务**。目前已在电子信息、医疗器械、食品及酒类等领域覆盖了行业内主要的客户，具有一定的竞争优势。

1.1. 历史沿革

东方嘉盛成立于 2001 年 7 月，是国内最早涉足供应链行业的企业之一。公司成立后构建了以深圳、上海、北京为中心的覆盖华南、华东、华北的保税和非保税物流网络体系，2009 年经股东会同意，公司整体变更为股份有限公司，2017 年 7 月公司于深交所上市。

表 1：东方嘉盛历史沿革

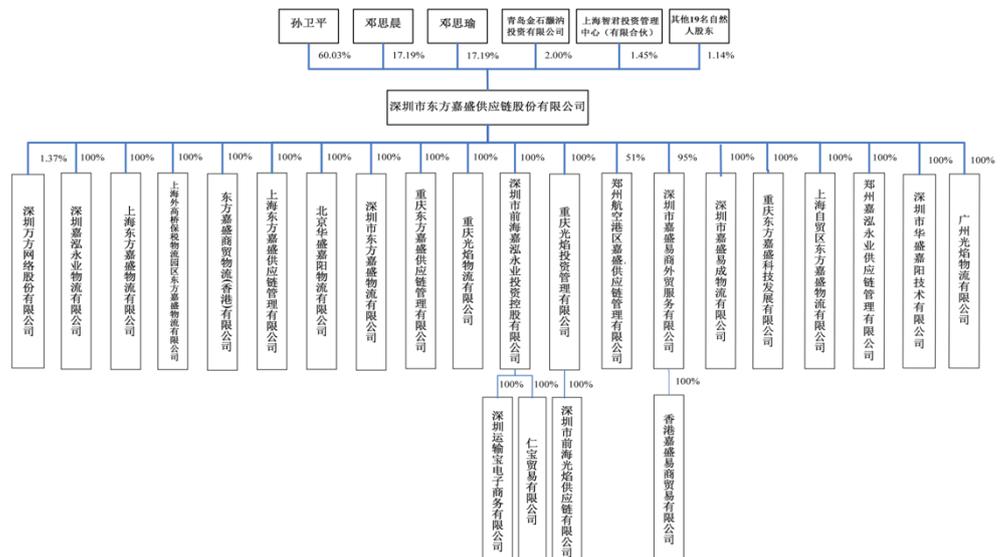
时间	事件
2001 年 7 月	深圳市东方嘉盛实业发展有限公司成立
2001 年 12 月	嘉泓（香港）有限公司成立
2003 年 8 月	上海东方嘉盛物流成立
2007 年 6 月	设立北京物流中心
2009 年 6 月	公司整体变更为东方嘉盛股份有限公司
2010 年 7 月	北京华盛嘉阳物流成立
2011 年 4 月	重庆东方嘉盛物流成立
2017 年 7 月	公司登陆深交所中小板

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构

公司股权相对集中。在本次公开发行股票之前，孙卫平女士直接持有 6,367.70 万股公司股份，占公司股份总额的 61.48%，为公司第一大股东；孙卫平女士的子女邓思晨、邓思瑜（由于邓思晨、邓思瑜均为未成年人，其享有的股东权利由其法定监护人孙卫平女士代为行使）分别持有公司 1,780 万股股份，分别占公司股份总额的 17.19%；同时，孙卫平女士作为上海智君的执行事务合伙人，实际控制其持有的公司 1.45% 股份的表决权。因此，孙卫平女士合计控制公司 97.31% 股份的表决权。

图 1：截至招股书签署日，东方嘉盛股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

本次公开募股 3453 万股，本次发行前后股本结构如下表所示。

表 2：上市前后公司股本情况

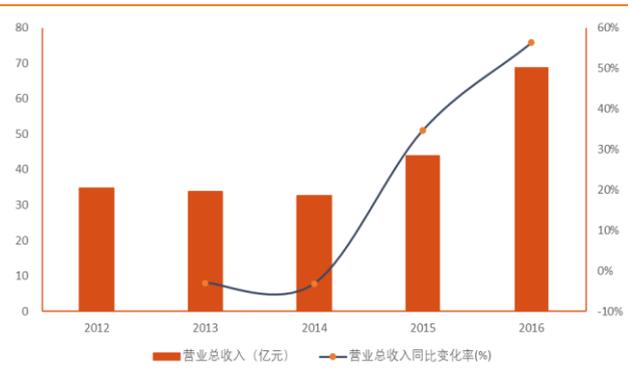
股东名称及股份类别	本次发行前		本次发行后	
	持股数	持股比例 (%)	持股数	持股比例 (%)
一、有限售条件的流通股				
孙卫平	63,677,000	61.48	63,677,000	46.11
邓思晨	17,800,000	17.19	17,800,000	12.89
邓思瑜	17,800,000	17.19	17,800,000	12.89
青岛金石投资有限公司	2,071,429	2.00	2,071,429	1.50
上海智君	1,500,000	1.45	1,500,000	1.09
其他 19 名自然人股东	720,000	0.70	720,000	0.52
二、本次发行的流通股	-	-	34,530,000	25.00

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 财务分析

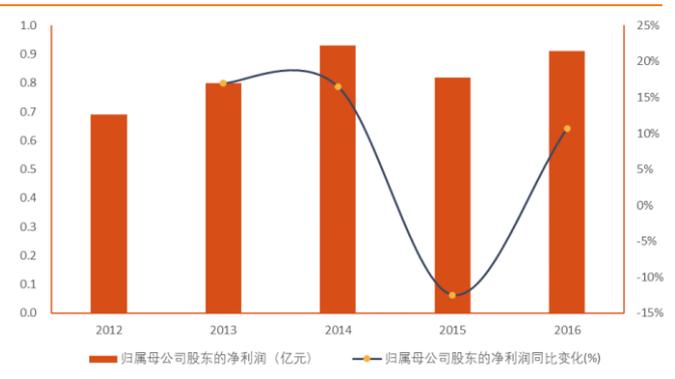
公司经营业绩稳增，业务规模快速扩张。2014、2015、2016 年公司分别实现营收 32.70 亿、44.05 亿、68.87 亿；分别实现归母净利润 0.93 亿、0.82 亿、0.91 亿；营收近几年呈增长趋势，增速不断提升，其中 2016 年营收增速达 56.34%，业务规模快速扩展。但归母净利润增长幅度并不及收入增幅，其中 2015 年归母净利润同比下降，增速下降为 -12.45%，2016 年恢复正常。

图 2：公司近五年营收情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：公司近五年归属母公司净利润情况



资料来源：wind，天风证券研究所

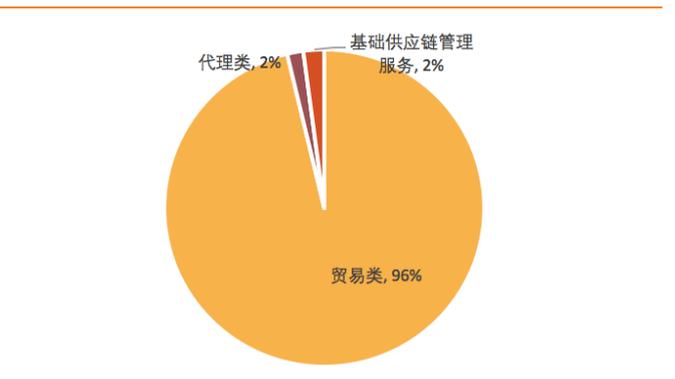
贸易类业务增长迅猛，传统基础供应链业务增速放缓。传统供应链管理业务占公司营收的 2%，经历 2013 年的暴涨之后，增速连年下滑，已不再是公司的主要业绩增长点。反之以贸易类业务为代表的深度整合供应链管理业务占公司总营收的 98%，为公司的最主要业务。贸易类业务 2016 年营收增速达 59.16%，带动公司总营收迅速增长。

图 4：各主营业务历年营业收入



资料来源：wind，天风证券研究所

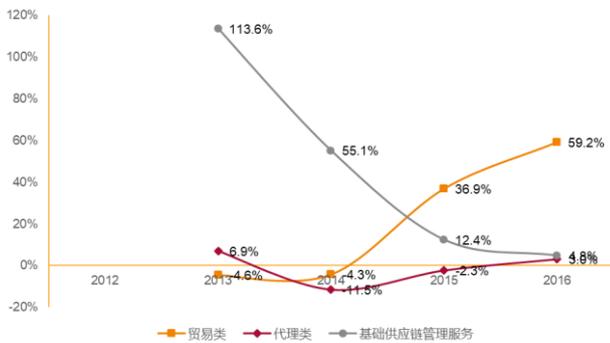
图 5：2016 年公司主营业务占比



资料来源：wind，天风证券研究所

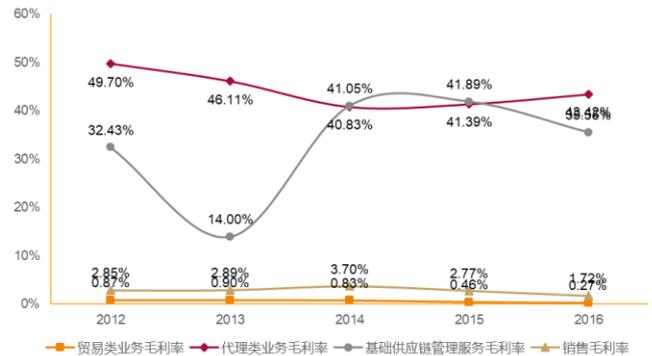
公司毛利率连年下滑，营收上涨，净收入维持稳定。2014 年开始公司毛利率连年下滑，2016 年公司毛利率仅为 1.72%，这也导致公司营收飞速增长的红利并没有体现到归母净利润的增长上。分析得知，尽管传统供应链管理业务以及代理类业务毛利率高，但受到低毛利率、营收占比高达 96%的贸易类业务的拖累，毛利率连年下滑。

图 6：各主营业务增长速率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：公司各业务板块毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 行业分析

2.1. 行业发展简史：从物流配送到资源的深度整合与开发

供应链管理行业按行业划分属于物流行业大类，是经济全球化和产业分工下的产物，属于现代物流发展的高级阶段。

现代物流可以划分为三个阶段：

(1)**传统物流管理阶段**，20 世纪 80 年代之前，企业将产品的采购、生产、加工、仓储、运输、营销各环节均集中于企业内部，最大限度地控制产品质量和成本。属于内部一体化阶段；

(2)**第三方物流管理阶段**，20 世纪 90 年代以后，企业开始选择将投资规模较大或资产利用效率不高的业务如仓储、运输等外包给第三方服务机构，由第三方机构设计、实施和运作一个企业的整个分销、采购、物流及供应链系统；

(3)**专业的供应链管理阶段**，21 世纪之后，核心企业只专注于供应链上的某个或多个核心环节，而将供应链上的商流、物流、资金流和信息流全部或部分外包，发挥供应链上每个参与者的优势，并对供应链上的所有参与者进行一体化统筹管理的供应链管理理念，即对企业内部和具有互补性的服务供应商所拥有的不同资源、能力和技术进行整合和管理。

2.2. 行业现状：市场规模巨大，行业仍处于初级发展阶段

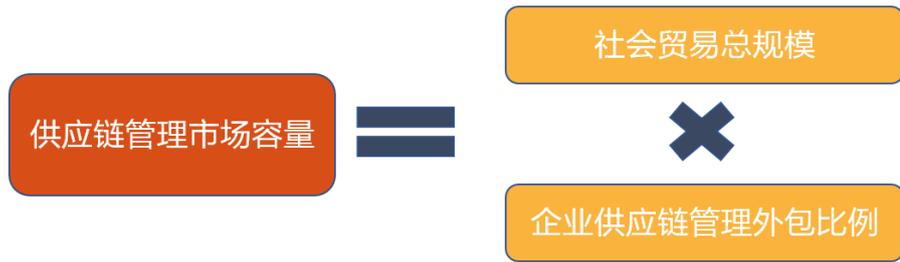
2.2.1. 行业发展现状

我国现代物流及供应链管理行业仍处于初级发展阶段，行业供应商功能单一，增值服务薄弱。目前，物流及供应链外包服务商的收益主要来自于基础性服务，如运输管理和仓储管理等，增值服务如供应链整合服务、供应链金融服务以及供应链平台建设等服务收入占比较小。

2.2.2. 供应链管理行业市场规模

经济快速发展带动行业规模迅速扩大。供应链管理行业的市场规模由社会贸易总规模以及企业供应链管理外包的比例共同决定。

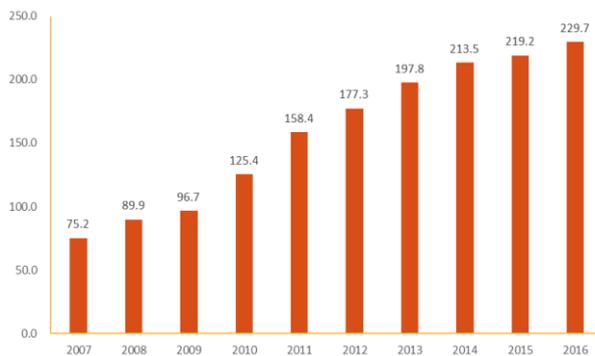
图 8：供应链管理市场规模计算方法



资料来源：招股书，天风证券研究所

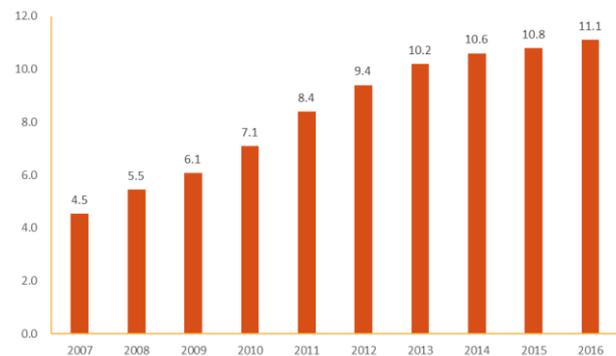
中国经济持续高速发展，为现代物流及供应链管理行业的快速发展提供了良好的宏观环境。近年来，我国经济增长带动我国社会物流总额实现快速增长。2016 年，全国社会物流总额为 229.7 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.1%，增速比上年提高 0.3 个百分点。伴随社会物流总额的增加，我国社会物流费用(包括运输费用、保管费用和管理费用)也表现为较为快速增长。2016 年，全国社会物流总费用 11.1 万亿元，比上年增长 2.9%，增速比上年提高 0.1 个百分点。

图 9：2007 年至 2016 年中国社会物流总额（万亿元）



资料来源：国家发改委，国家统计局，天风证券研究所

图 10：2007 年至 2016 年中国社会物流总费用（万亿元）



资料来源：国家发改委，国家统计局，天风证券研究所

2.2.3. 市场前景广阔，行业竞争分散

● 市场前景广阔，行业广度与深度有待提升

从广度上目前供应链管理服务主要应用于电子信息行业，电子信息行业供应链管理的外包已较为成熟，医疗器械、快消品、食品及酒类等行业也逐步提升供应链管理外包的比例以提升整体运行效率，从而为供应链管理行业提供了更大的发展空间。

从深度上我国现代物流及供应链管理行业仍处于初级发展阶段，行业供应商功能单一，增值服务薄弱，增值服务如大数据价值的开发与挖掘、供应链金融服务等供应链深度开发服务为行业提供了更多的想象空间。

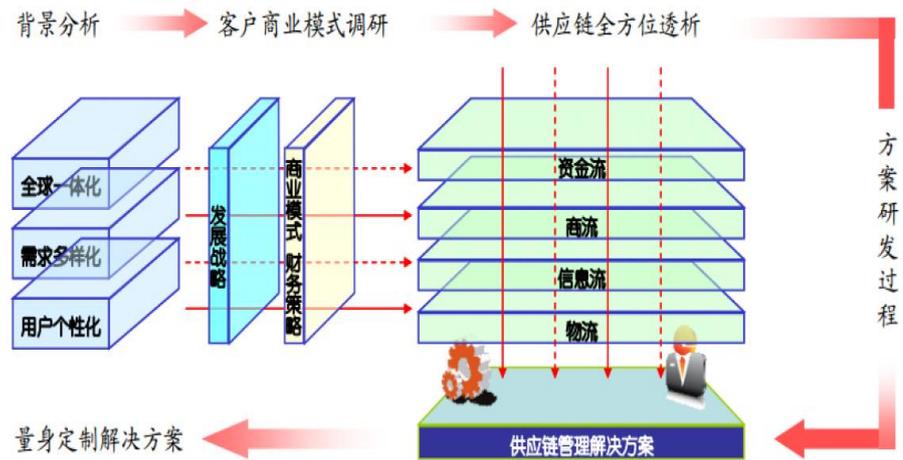
● 供应链管理所服务行业差异大，竞争相对分散

为提高供应链管理服务的效率，不仅要求供应链管理企业在供应链管理流程上进行高效地操作，还要求企业对行业发展有着独特而精准的见解。不同行业的供应链状况差异极大提升了企业跨行业竞争的难度。企业只有保持优秀的供应链管理服务设计执行能力，才能在市场竞争中占领有利地形。

3. 主营业务

公司依托先进的供应链管理理念和技术体系，结合公司运营模式和多样而复杂的需求，设计并实施供应链解决方案，为客户提供一体化供应链管理服务，将上下游各环节厂商整合成一个网络，实现企业外包环节与非外包环节的无缝对接，并使得公司深度嵌入了企业的生产经营活动，成为客户价值链上的战略合作伙伴。

图 11：东方嘉盛供应链管理业务模式



资料来源：招股书，天风证券研究所

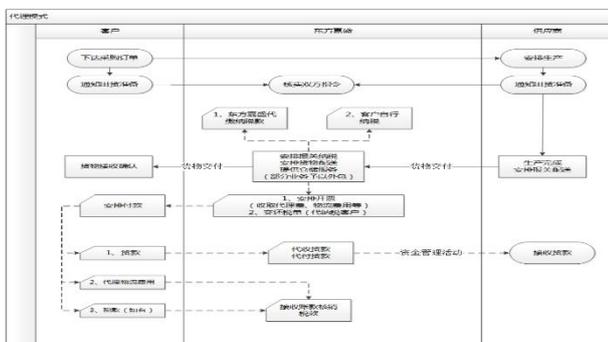
目前，公司主要包括三大块业务模式：贸易类供应链管理服务、代理类供应链管理服务和基础供应链管理服务。

3.1. 贸易类供应链管理服务

在贸易类业务中，公司根据客户（上游生产商或下游采购商）的需求买断商品，然后再销售给实际采购方，根据销售商品收入原则按实际销售价格确认收入。公司买断商品所有权，在客户弃单或违约时，公司存在一定的存货风险。公司的盈利模式体现为以买卖差价为表现形式的服务费收益，并以实际销售价格向客户开具增值税发票。

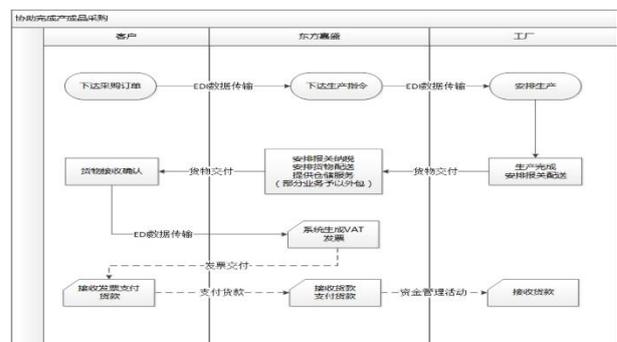
公司目前贸易类供应链管理服务主要集中在电子信息和医疗器械两大领域。

图 12：电子信息贸易服务流程：产成品的采购



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 13：医疗器械贸易服务流程：产成品的销售

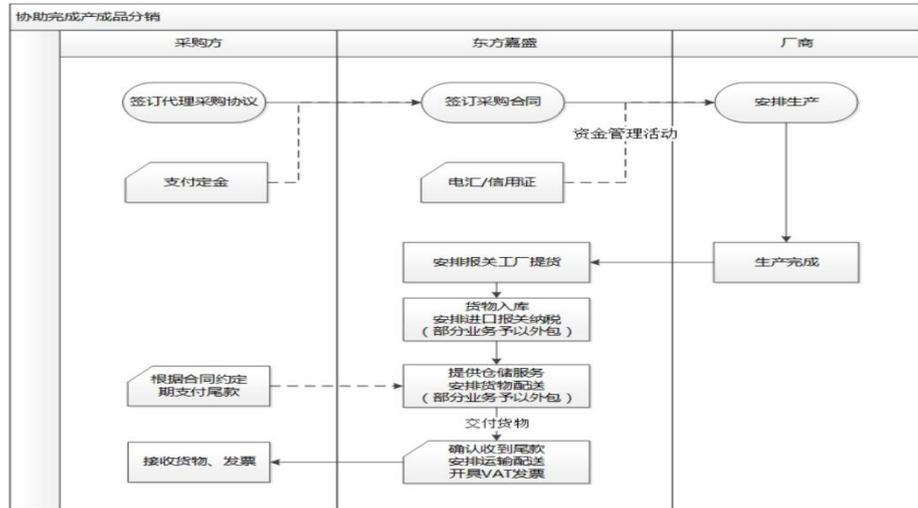


资料来源：招股书，天风证券研究所

3.2. 代理类供应链管理服务

在代理类业务中，公司根据客户的指令为客户提供以进出口代理，仓储，运输，资金结算等为服务内容的一体化代理类的供应链管理服务。公司既不与上游生产商发生商品买断贸易，也不与客户发生商品买卖交易。公司的盈利来源是根据服务的内容和经手货值的一定比例向客户收取服务费，仅以收取的服务费金额向客户开具增值税发票。

图 14：公司代理类服务的典型业务流程

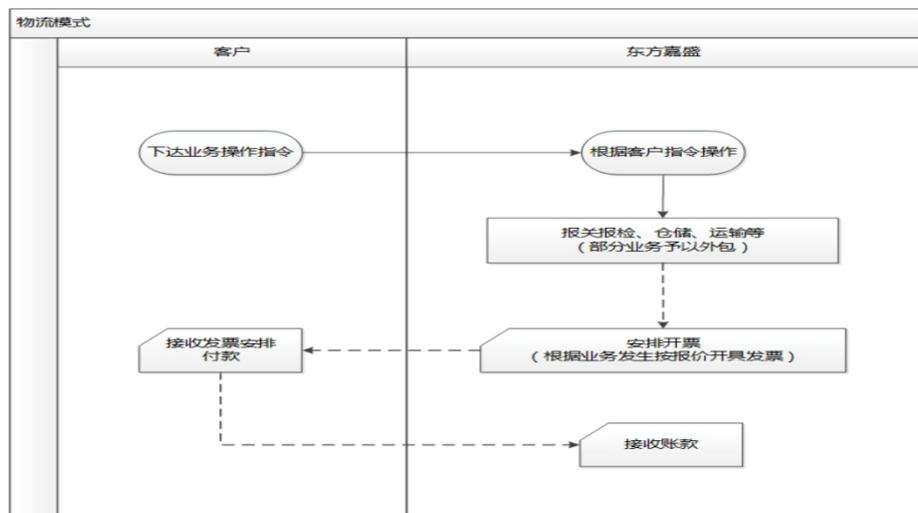


资料来源：招股书，天风证券研究所

3.3. 基础供应链管理服务

基础供应链类服务中，公司根据客户的需要为其提供通关、仓储、运输等服务项目。公司依托标准化的运营管理流程，强大的 IT 系统支持以及良好的风险控制能力，为客户打造了精品物流服务以及 VMI 管理服务。公司的盈利来源是根据服务的内容向客户收取服务费，仅以收取的服务费金额向客户开具增值税发票。

图 15：基础供应链业务典型流程



资料来源：招股书，天风证券研究所

3.4. 三大业务模式区别

贸易类供应链管理服务与其他两项业务的主要区别在于，贸易类业务买断商品，再销售给实际采购方，根据销售商品收入原则按实际销售价格确认收入，而代理类业务以及传统业务不买断商品，并且只依据收取的服务费给客户开具增值税发票。

表 3：三大业务模式对比

服务类型	盈利模式	服务项目	客户类型	收入确认政策
深度整合供应链管理服务	贸易类 以买卖差价为表现形式的服务费收益	采购、销售	电子信息、医疗器械	以买断商品实际销售价格向客户开具增值税发票
	代理类 以商品价值为基数按比例收费和根据服务内容逐项收费的综合收费模式	撮合交易，进出口代理，仓储，运输，资金结算	食品及酒类	
基础供应链管理服务	根据服务内容逐项收费	通关、仓储、运输等	不限	以收取的服务费金额向客户开具增值税发票

资料来源：招股书，天风证券研究所

3.5. 竞争优势：先入为主的市场地位，优质的客户群体

3.5.1. 先发优势设立进入壁垒

先发优势设立进入壁垒。公司是我国较早涉足供应链管理行业的本土企业之一，在行业内具有较高的知名度和影响力。公司目前已在电子信息、医疗器械、食品及酒类等行业拥有一定的竞争优势，这种先发优势既给市场新进入者设立了较高的门槛，又为公司确保持续的竞争优势奠定了良好基础。除东方嘉盛外，怡亚通、普路通和飞马国际也是行业内具有较强竞争实力的供应链管理服务企业：怡亚通于 2007 年上市，公司最初主要覆盖 IT 行业客户，自 2009 年起打造“380 平台”，进入快消品等行业；普路通于 2015 年上市，主要覆盖电子信息行业和医疗器械行业；飞马国际于 2008 年上市，主要覆盖大宗商品供应链业务。

表 4：公司主要竞争对手情况

公司名称	主要覆盖行业							
	电子信息	医疗器械	食品及酒类	IT	快消品	通信	化工	能源资源
东方嘉盛	●	●	●					
怡亚通	●	●	●	●	●	●	●	
普路通	●	●						
飞马国际	●			●				●
瑞茂通								●

资料来源：招股书，天风证券研究所

3.5.2. 优质客户群保证行业拓展潜力

优质客户群保证行业拓展潜力。公司拥有一批稳定和长期合作的国际客户，包括惠普、宏碁、华硕、锐珂、NEC 和 3M 等世界 500 强企业，以及全球第二大烈酒及葡萄酒集团——保乐力加。这些优质企业对公司服务质量的认可，对公司品牌的认同，不仅帮助公司积累了行业经验，更帮助提升公司的品牌知名度，帮助公司形成了最重要的核心竞争力。

图 16：公司主要合作伙伴



资料来源：百度图片，天风证券研究所

3.5.3. 主要供应商与客户——与惠普深度合作，积极开展其他客户

深度合作惠普。2016 年公司与合作惠普公司深度合作实现营业收入 61.83 亿元，营业毛利 0.26 亿元，分别占当期营业收入以及营业毛利的 90%和 22.1%。采购供应商的前四名 Quanta Computer Inc.、英业达(重庆)有限公司、仁宝资讯工业(昆山)有限公司、WISTRON CORPORATION 均系惠普的代工厂，合计采购比例达 88.99%。公司与惠普深度绑定，公司营收随着惠普公司业务扩展而飞速增加，同时公司也借助着惠普的品牌效应实现自己打造供应链管理企业高端品牌的战略目标。

表 5：2016 年公司前五大客户营业收入及毛利情况（单位：万元，%）

客户名称	营业收入	占当期营业收入比例	营业毛利	占当期营业毛利比例
惠普	618,342.03	90.00	2,610.50	22.10
紫光华山科技有限公司	16,158.75	2.35	195.55	1.66
联科鸿	5,062.86	0.74	270.37	2.29
鸿富锦	3,870.78	0.56	1,435.18	12.15
优威派克	3,739.72	0.54	28.89	0.24
合计	647,174.13	94.20	4,540.49	38.43

资料来源：招股书，天风证券研究所

积极开拓其他客户。在与惠普继续深入合作的同时，公司成功开拓了大型客户紫光华山科技有限公司，2016 年实现营收 1.62 亿元，占比 2.35%。而 Hewlett-Packard Singapore (Sales) Pte. Ltd. 则为公司新开发客户紫光华山科技有限公司相对应的采购供应商，2016 年公司向 Hewlett-Packard Singapore (Sales) Pte. Ltd. 采购的规模占当期贸易类采购总额的比例为 2.15%。

表 6：2016 年公司前五大采购供应商及采购金额（单位：万元，%）

供应商名称	采购金额	采购金额占贸易类供应商采购金额比例
Quanta Computer Inc.	303,973.91	46.50
英业达(重庆)有限公司	151,741.66	23.21
仁宝资讯工业(昆山)有限公司	99,412.56	15.21
WISTRON CORPORATION	26,615.64	4.07
Hewlett-Packard Singapore (Sales) Pte. Ltd.	14,059.60	2.15
合计	595,803.37	91.14

资料来源：招股书，天风证券研究所

4. 募投项目分析

公司拟公开发行不超过 3,453 万股 A 股股票，本次发行募集资金扣除发行费用后，将围绕公司主营业务投资于**跨境电商供应链管理项目、医疗器械供应链管理项目、互联网综合物流服务项目、信息化建设项目**和补充主营业务发展所需的流动资金。

表 7：募集资金投资项目（单位：万元）

项目名称	总投资额	拟使用募集资金投资额	立项核准或项目备案文件
跨境电商供应链管理项目	13,489.01	8,112.87	深福田发改备案[2015]0154 号
医疗器械供应链管理项目	6,628.13	3,986.44	深福田发改备案[2015]0164 号
互联网综合物流服务项目	21,167.49	12,731.04	深福田发改备案[2015]0141 号
信息化建设项目	6,180.87	3,717.44	深福田发改备案[2015]0153 号
补充流动资金	20,000.00	12,028.86	不适用
合计	67,465.50	40,576.65	

资料来源：招股书，天风证券研究所

4.1. 跨境电商供应链管理项目

在我国电子商务大发展的背景下，跨境电商也在近年来快速发展，逐渐成为新的蓝海。拓展跨境电商客户已成为实现公司战略发展目标的重要内容，但由于公司跨境电商供应网络存在瓶颈，所以**公司拟在 7 个国内跨境电子商务进口试点城市(上海、杭州、宁波、重庆、郑州、深圳、广州)建设运营跨境电商服务网点，在海外城市包括德国汉堡、澳大利亚悉尼、俄罗斯莫斯科、美国洛杉矶建设运营跨境电商服务网点**。通过加强基础设施的建设，完善综合供应链管理服务，从而有效拓展客户，提升公司增长潜力。

4.2. 医疗器械供应链管理项目

人口老龄化进程和国民消费水平的提高共同推动医疗产业尤其是医疗器械行业步入快速增长的阶段。与发达国家相比，我国医疗器械工业基础薄弱，规模较小，但同时我国相对落后的高端医疗器械设计和制造水平与社会日益增长的医疗服务需求间矛盾巨大，大型高端医疗设备主要依赖进口。为把握医疗器械进口贸易供应链管理行业的广阔前景，加强公司在该行业的竞争优势，巩固并提升公司在行业中的地位，使得公司在该行业中能够早日达到领先地位。公司通过这次募集，补充运营资金，满足公司快速增长的医疗器械供应链管理业务的资金需求。

4.3. 互联网综合物流服务项目

物流是供应链的重要组成部分，公司目前的物流网络控制力度和覆盖深度已成为公司整体战略实施和运营能力提升的最重要瓶颈；另一方面，基础物流服务是公司的主要业务之一，但随着客户对于物流服务质量、效率与安全性的要求不断提高，精品物流服务的市场愈发扩大，公司需要在行业建立一个高端品牌形象。结合以上两点公司拟在上海、重庆、成都、广州、深圳、北京、西安、沈阳、武汉、郑州、杭州、南京、兰州、合肥、福州、厦门、南昌、长沙、济南、青岛、太原、无锡、苏州、石家庄、哈尔滨、长春、乌鲁木齐、呼和浩特、南宁、昆明、贵阳等**全国 31 个核心物流网络节点城市设立精品物流服务网点**，旨在全国范围内构造一个更为精准服务能力更强的综合物流网络。

4.4. 信息化建设项目

为提升公司服务能力，改善管理流程，并顺应行业信息化的发展趋势。公司将进一步升级并完善综合供应链管理信息平台和目标，主要建设内容包括：

- (1)自主研发运输宝物流服务平台、跨境电商综合服务平台、进出口综合服务平台；
- (2)整合公司原有的供应链管理服务系统；
- (3)建立异地灾备数据中心、部署升级私有云、扩建数据中心；
- (4)对基础的软硬件进行升级、新增、更换等，为公司更加专业化的供应链管理服务提供高效、可靠的信息技术支持。

5. 盈利预测

我们认为随着公司电子、医疗行业贸易类供应链服务的纵向延伸、其他行业代理类供应链服务的横向拓展以及客户群数量的增加，且 IPO 募集资金到位后公司投向跨境电商、医疗器械、综合物流、信息化等项目，公司业绩有望迎来显著增长。预计公司 17/18/19 年收入增速分别为 21.27%、18.74%、12.66%，EPS 分别为 0.80、0.94、1.06 元。首次覆盖给予增持评级，目标价 36 元，对应 17 年业绩预测 45X PE。

6. 风险提示

毛利率下滑风险、客户集中度较高的风险、公司其他业务领域拓展不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,040.67	2,556.69	1,772.41	2,207.60	2,649.56	营业收入	4,405.1	6,886.9	8,862.1	11,038.0	13,247.8
应收账款	1,430.24	2,934.45	2,574.15	4,093.55	4,117.56	营业成本	4,279.9	6,752.0	8,716.3	10,867.6	13,046.0
预付账款	17.48	39.72	44.71	53.11	64.99	营业税金及附加	1.23	1.59	4.91	4.02	5.08
存货	57.05	62.08	187.63	92.81	220.72	营业费用	2.38	5.11	5.39	6.74	8.30
其他	4,894.31	1,703.69	2,807.54	3,135.18	2,548.80	管理费用	43.62	48.07	57.60	66.23	79.49
流动资产合计	12,439.75	7,296.63	7,386.44	9,582.25	9,601.64	财务费用	(10.10)	(23.86)	(46.49)	(54.61)	(60.05)
长期股权投资	0.00	0.00	683.56	1,170.11	1,546.76	资产减值损失	0.19	5.09	1.52	1.83	2.02
固定资产	65.82	229.90	316.37	407.20	492.04	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	79.26	0.07	6.16	8.25	11.79	投资净收益	5.54	1.74	4.80	4.78	4.69
无形资产	66.59	64.85	196.63	782.63	2,770.71	其他	(11.00)	(2.78)	(9.59)	(9.56)	(9.38)
其他	10.67	13.12	10.95	10.93	10.51	营业利润	93.28	99.94	127.59	150.94	171.68
非流动资产合计	222.33	307.95	1,213.67	2,379.12	4,831.81	营业外收入	5.51	14.74	6.93	7.60	7.66
资产总计	12,662.08	7,604.58	8,600.11	11,961.37	14,433.45	营业外支出	0.98	0.12	0.47	0.40	0.47
短期借款	10,407.13	4,070.99	4,402.15	5,168.66	5,107.54	利润总额	97.81	114.56	134.04	158.14	178.86
应付账款	1,276.04	2,612.12	2,342.68	3,647.95	3,704.56	所得税	15.98	23.82	24.03	27.55	31.76
其他	277.95	114.94	290.36	216.46	291.95	净利润	81.83	90.74	110.01	130.59	147.10
流动负债合计	11,961.12	6,798.04	7,035.19	9,033.08	9,104.05	少数股东损益	0.00	0.17	0.17	0.17	0.17
长期借款	0.00	25.14	126.98	332.46	1,459.89	归属于母公司净利润	81.83	90.57	109.84	130.42	146.93
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.79	0.87	0.80	0.94	1.06
其他	21.16	10.87	17.01	16.34	14.74						
非流动负债合计	21.16	36.01	143.98	348.80	1,474.63						
负债合计	11,982.28	6,834.05	7,179.17	9,381.88	10,578.68	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0.00	0.17	0.34	0.51	0.68	成长能力					
股本	103.57	103.57	138.10	138.10	138.10	营业收入	34.73%	56.34%	28.68%	24.55%	20.02%
资本公积	113.03	113.03	618.90	1,646.85	2,775.03	营业利润	-14.07%	7.13%	27.67%	18.30%	13.74%
留存收益	576.23	666.79	1,282.50	2,440.88	3,715.98	归属于母公司净利润	-12.45%	10.68%	21.27%	18.74%	12.66%
其他	(113.03)	(113.03)	(618.90)	(1,646.85)	(2,775.03)	获利能力					
股东权益合计	679.80	770.54	1,420.94	2,579.49	3,854.76	毛利率	2.84%	1.96%	1.64%	1.54%	1.52%
负债和股东权益总计	12,662.08	7,604.58	8,600.11	11,961.37	14,433.45	净利率	1.86%	1.32%	1.24%	1.18%	1.11%
						ROE	12.04%	11.76%	7.73%	5.06%	3.81%
						ROIC	3.53%	1.20%	2.90%	1.91%	1.57%
						偿债能力					
						资产负债率	94.63%	89.87%	83.48%	78.43%	73.29%
						净负债率	-951.02%	-579.53%	12.60%	33.99%	43.38%
						流动比率	1.04	1.07	1.05	1.06	1.05
						速动比率	1.04	1.06	1.02	1.05	1.03
						营运能力					
						应收账款周转率	3.59	3.16	3.22	3.31	3.23
						存货周转率	66.14	115.62	70.98	78.72	84.51
						总资产周转率	0.38	0.68	1.09	1.07	1.00
						每股指标(元)					
						每股收益	0.79	0.87	0.80	0.94	1.06
						每股经营现金流	0.15	-2.28	-6.33	-2.80	5.89
						每股净资产	4.92	5.58	10.29	18.67	27.91
						估值比率					
						市盈率	39.85	36.00	39.58	33.33	29.59
						市净率	6.40	5.64	3.06	1.69	1.13
						EV/EBITDA	0.00	0.00	63.70	45.30	28.56
						EV/EBIT	0.00	0.00	87.47	79.21	73.96

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com