

公司研究/首次覆盖

2021年01月13日

交通运输/仓储物流

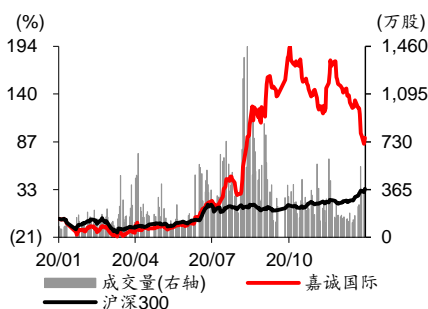
投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 35.02  
目标价格(元): 44.90

**沈晓峰** SAC No. S0570516110001  
研究员 SFC No. BCG366  
021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**袁钉** SAC No. S0570519040005  
研究员 SFC No. BPL233  
021-28972077  
yuanding@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 阿里跨境服务商，产能驱动盈利

## 嘉诚国际(603535)

### 资产布局先行，商业模式升级

立足广州保税仓储资源，公司从制造业供应链切入盈利更强的跨境电商物流，成为阿里巴巴跨境物流供应商。疫情催化跨境电商繁荣，嘉诚国际港（二期）投产释放盈利。我们预测公司 20/21/22 年 EPS 为 1.29/2.36/2.78 元，给予目标价 44.90 元（对应 21 年 19X PE）和“买入”评级。

### 国内领先的供应链服务商

公司前身广州市嘉诚运输公司成立于 2000 年，从松下空调国内干线运输起步，现已成为国内领先的综合供应链服务商。在 2B 制造供应链领域，公司深度服务广州松下空调，并将业务模式向万力轮胎等客户复制；在 2C 消费供应链领域（跨境电商），借助保税仓资源禀赋和综合物流能力，公司切入菜鸟跨境物流供应链。得益于 2B/2C 综合物流扩张，公司财务绩效稳健（15-19 收入/归母净利润 CAGR=12.1%/12.8%）。截至 3Q20，段容文等合计持有公司 56.06% 的股份，控制权稳定。

### 切入菜鸟跨境物流，产能投放拉动增长

疫情催化全球线上零售渗透率提升，中国制造成为全球消费者首选。万亿级跨境电商 B2C 物流市场高度离散，头部企业纵腾和递四方市场份额不足 1%（2019）。广州为国内跨境电商重镇，借助天运物流中心保税仓资源和 2B 供应链服务经验，公司切入菜鸟跨境电商物流供应链。总面积 45 万平的嘉诚国际港（二期）即将于 21 年初投运，专注于跨境电商出口物流服务，和天运物流中心进口业务实现协同。公司拟投资大湾区（华南）国际电商港，扩大跨境电商业务布局。

### 供应链外包大势所趋，拟定增引入战略客户

供应链是现代制造业重要的基础设施，我们认为现代制造业物流整体外包将成为趋势：1) 制造业的核心是技术和产品，物流并非其核心竞争力；2) 自建物流成本高、管理难，合同物流服务品质在资本和平台推动下持续提升，逐步形成供应链综合服务能力。公司为广州松下空调提供了 20 年综合供应链服务，业务能力受到客户高度认可（日资企业供应链水平领先全球）。基于合同物流“客户为王”的现状，公司拟定增引入广汽集团和广州工控战略投资，两大集团潜在物流市场空间超过 200 亿元（2020E）。

### 产能扩张驱动增长，给予“买入”评级

公司大力拓展 2B 制造供应链客户，在 2C 跨境电商领域深度服务菜鸟网络，产能扩张有望推动盈利增长。不考虑定增稀释效应，我们预测公司 20/21/22 年 EPS 为 1.29/2.36/2.78 元，处于快速增长阶段；可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE 均值 18.7X，考虑跨境电商业务处于高景气度，给予公司 21 年 19X PE，目标价 44.90 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：客户集中度风险，下游景气度风险，税率风险。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	150.40
流通 A 股 (百万股)	150.40
52 周内股价区间 (元)	14.69-53.86
总市值 (百万元)	5,267
总资产 (百万元)	2,405
每股净资产 (元)	11.39

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,116	1,194	1,232	1,845	2,031
+/-%	7.87	7.05	3.19	49.74	10.07
归属母公司净利润 (百万元)	137.53	127.87	194.28	355.36	418.61
+/-%	15.75	(7.02)	51.94	82.91	17.80
EPS (元, 最新摊薄)	0.91	0.85	1.29	2.36	2.78
PE (倍)	38.30	41.19	27.11	14.82	12.58

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

投资概要 .....	3
核心逻辑 .....	3
和市场预期的差异 .....	3
催化剂 .....	3
国内领先的供应链服务商 .....	4
从干线运输到综合物流，从制造业到跨境电商 .....	4
2B/2C 综合供应链服务，业绩稳健增长 .....	4
区位优势显著，资产布局先行 .....	5
股权结构清晰稳定，拟引入战略投资者 .....	6
供应链外包大势所趋，拟定增引入战略客户 .....	7
制造业供应链管理服务 .....	7
全程供应链“一站式”物流服务 .....	8
深耕本地企业，延伸至汽车物流 .....	9
切入菜鸟跨境物流，产能投放拉动增长 .....	11
疫情催化中国跨境电商物流高速增长 .....	11
区位优势显著，深度服务菜鸟网络 .....	12
产能扩张在即，盈利增长可期 .....	14
产能扩张驱动增长，给予“买入”评级 .....	15
产能扩张驱动业绩增长 .....	15
首次覆盖，“买入”评级 .....	16
风险因素 .....	17

## 投资概要

### 核心逻辑

**(1) 2B 制造业综合物流服务复制。**供应链是现代制造业重要的基础设施，我们认为现代制造业物流整体外包将成为趋势：1) 现代制造业的核心是技术和产品，物流并非其核心竞争力；2) 自建物流成本高、管理难，合同物流服务品质在资本和平台推动下持续提升，逐步形成供应链综合服务能力。公司为广州松下空调提供了 20 年综合供应链服务，业务能力受到客户高度认可（日资企业供应链水平领先全球）。基于合同物流“客户为王”的现状，公司拟定增引入广汽集团和广州工控战略投资，两大集团潜在物流市场空间超过 200 亿元（2020E）。

**(2) 深度服务菜鸟网络，切入盈利更强的跨境电商物流。**疫情催化全球线上渗透率提升，中国制造成为全球线上消费首选。万亿级跨境电商 B2C 物流市场高度离散，头部企业纵腾和递四方市场份额不足 1%（2019）。广州为国内跨境电商重镇，借助南沙保税仓资源禀赋和 2B 供应链服务经验，公司切入菜鸟跨境电商物流供应链。2021 年初，总面积 45 万平的嘉诚国际港（二期）即将投运，专注于跨境电商出口物流服务，和南沙天运保税仓进口业务实现协同。公司拟投资建设大湾区（华南）国际电商港项目，扩大广州市场布局。由于跨境电商物流高速增长且市场离散，竞争程度低于 2B 制造业供应链，利润率更高。

### 和市场预期的差异

我们认为：1) 市场忽视了公司 2B 供应链服务复制能力，以及引入广汽集团和广州工控集团战略投资后的业务增长；2) 市场忽视了跨境电商业务的高景气度及公司在广州口岸的资源禀赋优势。

### 催化剂

嘉诚国际港（二期）投运、大湾区（华南）国际电商港、制造供应链大客户落地。

## 国内领先的供应链服务商

公司前身广州市嘉诚运输公司成立于2000年，从松下空调国内干线运输起步，现已成为国内领先的综合供应链服务商。在2B制造业供应链领域，公司深度服务广州松下空调（未上市），并将业务模式向万力轮胎（未上市）等客户复制；在2C消费品供应链领域（跨境电商），借助保税仓资源禀赋和综合供应链能力，公司切入菜鸟（未上市）跨境物流供应链。得益于2B/2C供应链综合扩张，公司财务绩效稳健（15-19收入/归母净利润 CAGR=12.1%/12.8%）。截至3Q20，段容文等合计持有公司56.06%的股份，控制权稳定。

## 从干线运输到综合物流，从制造业到跨境电商

2000年，公司前身广州市嘉诚运输公司成立，承接松下空调华东、华南等部分区域的干线运输业务，并于2004/2007年将服务范围扩张至仓储和销售代理。2010年起，公司加大客户拓展力度，将松下服务模式向广州浪奇（000523 CH，无评级）等制造业客户复制。2014年，广州南沙天运物流中心投产，公司借助仓储资源和2B供应链经验切入跨境电商物流，成为菜鸟网络供应商。2020年，公司拟非公开发行股票（2020/04/29），引入战略投资者并加注跨境电商与汽车零部件物流两大战略方向。

图表1：公司发展历程

年份	事件
2000年	广州市嘉诚运输有限公司成立，承接松下空调华东、华南等部分区域的干线运输业务。
2004年	开始为松下提供仓储服务，转型全程供应链一体化服务。
2007年	代理松下电器销售业务，并尝试在国内大型制造企业进行推广。
2010年	为广州浪奇提供综合供应链服务，实现客户服务能力的复制。
2014年	广州南沙天运物流中心正式投产，公司切入跨境电商行业。
2017年	公司在上交所挂牌上市。
2019年	成为浙江菜鸟的CP商（物流服务商）。
2020年	拟非公开发行股票，引入广祺贰号（未上市）和万宝长睿（未上市）作为战略投资者，加注跨境电商与汽车零部件物流。

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

## 2B/2C 综合供应链服务，业绩稳健增长

公司的主营业务是为制造企业及跨境电商企业提供全程供应链服务，满足客户“零”库存管理、缩短生产周期和提高运营效率的需求。按照客户性质，公司业务可分为制造业供应链服务（2B）和跨境电商物流（2C）两大板块：

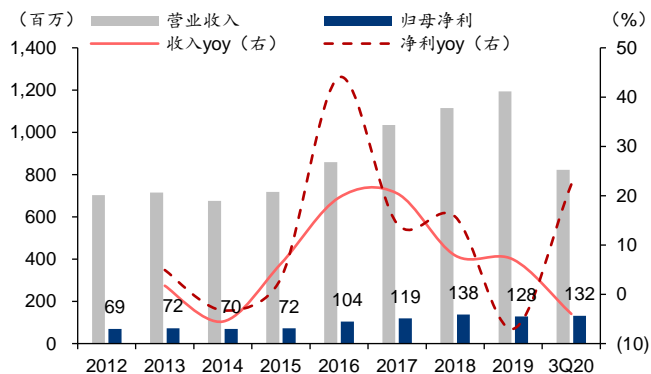
图表2：公司主营业务结构

主营业务	业务内容	报表科目	业务内容
制造业供应链服务	运输	综合物流	转库运输、干线运输、区域调拨配送及循环对流运输、城市配送、跨境运输、海关监管运输、集装箱运输等整车/零担“门到门”服务。
	仓储	综合物流	分为普通仓储/保税仓储服务，包括货物出入库及库内分拣、分包、包装、贴签、简易加工、点检等服务。
	货运代理	综合物流	依托广州总部、香港、上海等子公司/分支机构及外部网络，借助国际海运/空运资源和自有拖车（海关监管/非监管），为进出口原材料及成品提供国际货代服务。
	商品销售	供应链分销执行	商品销售为供应链延伸服务，即作为经销商负责公司物流客户的成品销售（松下电器为主），以增强客户粘性，并改善供应链服务能力。
跨境电商物流	仓储为核心	综合物流	为跨境电商企业提供智能仓储保管、包裹处理、报关报检、国际海运、空运、末端配送等全程物流服务。

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

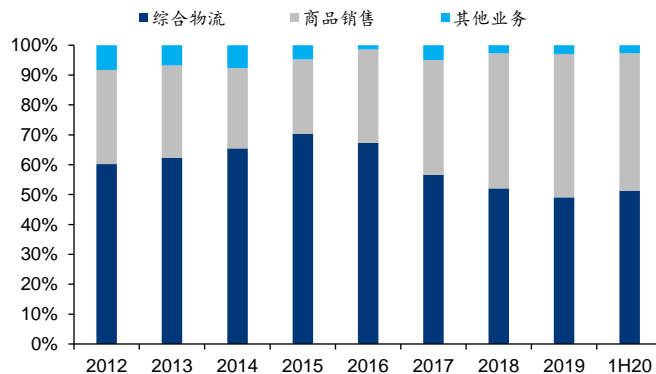
公司盈利自2014年广州南沙天运物流中心投产后稳健增长。2019年，公司实现收入11.94亿元（15-19 CAGR=12.1%），归母净利润1.28亿元（15-19 CAGR=12.8%）。从盈利结构看，综合物流（含跨境电商业务）是公司盈利的主要来源，商品销售意在增强客户粘性（毛利率和毛利贡献均较低）。

图表3: 公司收入和净利润变化



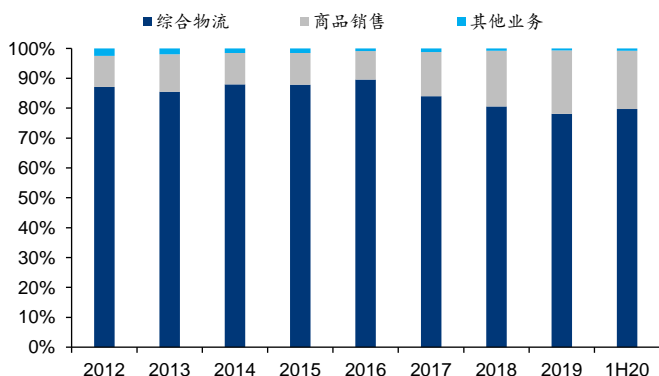
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 公司收入结构



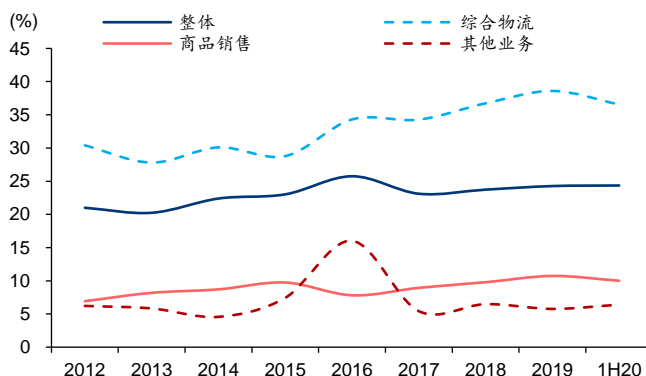
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 公司毛利结构



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 公司各业务毛利率变化



资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 区位优势显著, 资产布局先行

广州是国内跨境电商中心城市(2019年海关口径跨境电商进出口/进口/出口交易额分列全国各城市2/1/3位)。嘉诚国际自建仓储基础设施: 1) 天运物流中心已有菜鸟等多家核心客户入驻, 实现满负荷运营; 2) 嘉诚国际港(二期、三期)尚处于在建状态, 公司预计2021年3-6月全部投入使用; 3) 2020年10月, 公司与广州番禺区政府签订大湾区(华南)国际电商港框架协议, 扩大核心城市资产布局。

图表7: 公司物流网络布局



资料来源: 公司官网、华泰证券研究所

图表8: 公司广州自有物流设施布局



资料来源: 公司公告、广州市规划和自然资源局、华泰证券研究所

图表9：公司自有仓库和物业概况

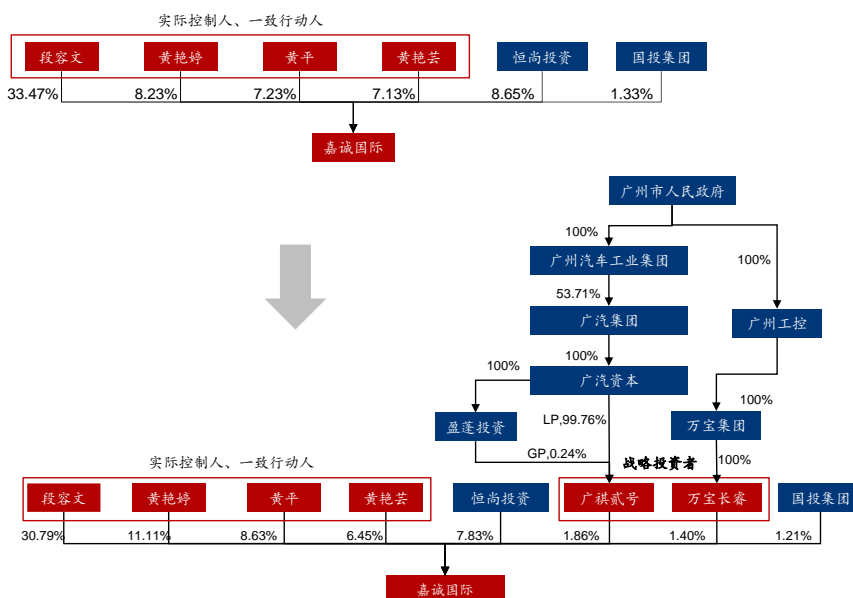
名称	地址	用途	建筑面积 (万 m <sup>2</sup> )	仓储面积 (万 m <sup>2</sup> )	使用状况
天运物流中心	广州南沙综保区	2B/2C 跨境物流仓储 (未来专注 2C 跨境电商进口)	15	12	大部分用于跨境电商业务
嘉诚国际港（一期）	广州南沙东涌镇	办公物业	2.3	无	已建成
嘉诚国际港（二期）		2C 跨境电商出口（含菜鸟集运中心） 2B 物流仓储（含汽车零部件物流中心）	45	40	21年3-6月投运
嘉诚国际港（三期）		办公物业/工业仓库等	10	5	在建
大湾区（华南）国际电商港	广州番禺区	跨境电商综合园区	35.1（规划）		框架协议签订完成

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

### 股权结构清晰稳定，拟引入战略投资者

截至 3Q20，段容文等构成一致行动人（段容文为黄艳婷、黄平、黄艳芸的母亲），合计持有公司 56.06% 的股份，为公司实际控制人。公司拟定增引入广汽集团旗下的广祺贰号和广州工控集团旗下的万宝长睿作为战略投资者，加注跨境电商与汽车物流两大战略方向。

图表10：公司股权结构（定增前后）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所（注：股东为不完全统计）

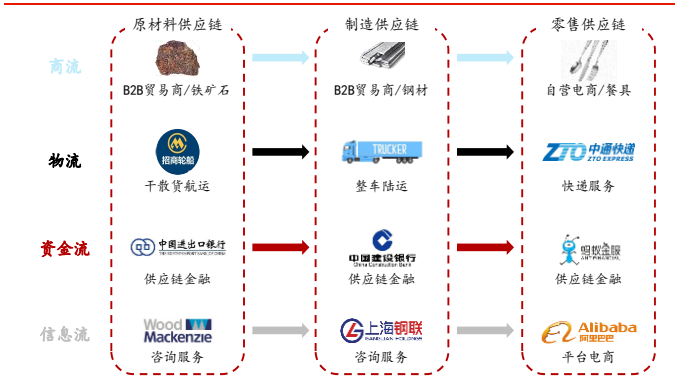
## 供应链外包大势所趋，拟定增引入战略客户

供应链是现代制造业重要的基础设施，我们认为现代制造业物流整体外包将成为趋势：1) 制造业的核心是技术和产品，物流并非其核心竞争力；2) 自建物流成本高、管理难，合同物流服务品质在资本和平台推动下持续提升，逐步形成供应链综合服务能力。公司为广州松下空调提供了20年综合供应链服务，业务能力受到客户高度认可（日资企业供应链水平领先全球）。基于合同物流“客户为王”的现状，公司拟定增引入广汽集团和广州工控战略投资，两大集团潜在物流市场空间超过200亿元（公司测算：2020E）。

## 制造业供应链管理服务

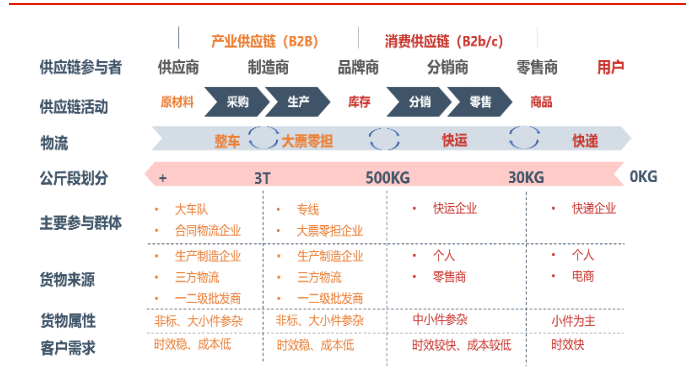
根据《物流术语：2007》，供应链是指“生产及流通过程中，为了将产品或服务交付给最终用户，由上游与下游企业共同建立的需求链状网”，又可进一步拆分为“商流”、“物流/服务流”、“资金流”和“信息流”。物流即物品从供应地向接收地的实体流动过程，包括运输、储存、装卸等功能。基于产业链位置，供应链可分为产业供应链与消费供应链两大类，映射至物流业则表现为公斤段的差异（整车=>大票零担=>小票零担=>快递），即时配送则伴随本地生活和近场零售兴起。

图表11：供应链“四流”



资料来源：华泰证券研究所（注：以钢材供应链为例）

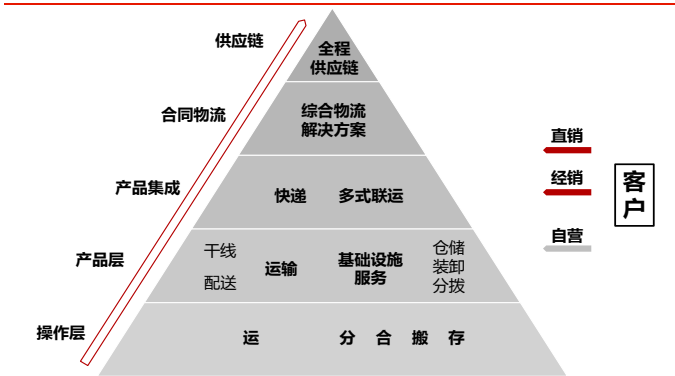
图表12：物流体系结构



资料来源：罗戈物流、华泰证券研究所

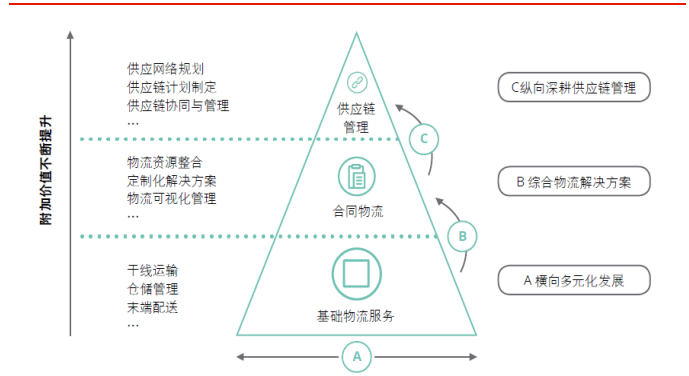
我们根据业态复杂度，将物流业划分为五个层级：操作层、产品层、产品集成、合同物流和供应链服务，标准化程度依次下降。第三方物流则是指“独立于供需双方为客户提供专项或全面的物流系统设计或系统运营的物流服务模式”。根据《物流行业商业模式转型趋势初探》（德勤/2019），横向多元化发展、综合物流（合同物流）服务和纵向深耕供应链管理是第三方物流企业转型升级的三个方向。

图表13：物流业态层级结构



资料来源：中国仓储与配送协会、原色咨询、华泰证券研究所

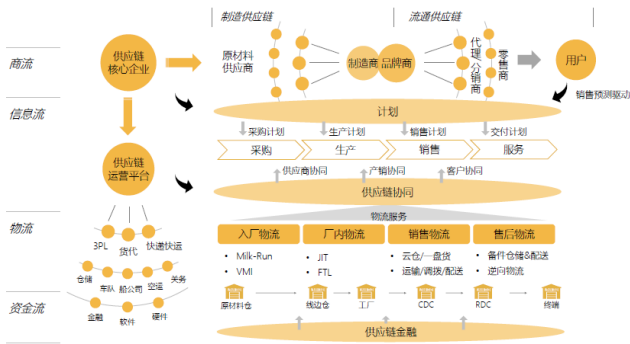
图表14：第三方物流企业的业务升级



资料来源：《物流行业商业模式转型趋势初探》、华泰证券研究所

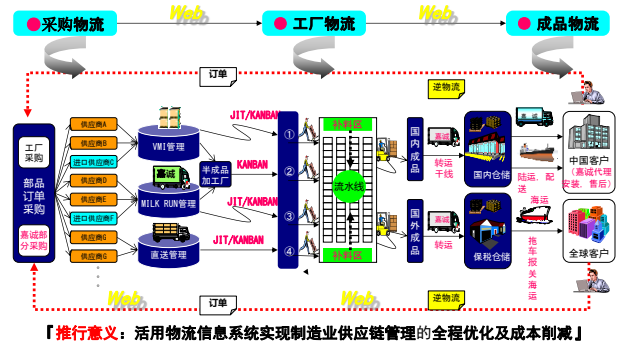
制造业供应链服务围绕核心企业展开，贯穿满足最终用户需求的产品设计、生产与销售过程，又可分为制造供应链和流通供应链；从产品交付视角，是供应链计划和协同驱动下的物流执行与管理。其中物流需求渗透于制造业供应链的各环节，基于上下游客户的业务场景，提供仓、运、配等服务，保障交付。

图表15: 制造业供应链管理服务框架



资料来源: 准时达、罗戈物流、华泰证券研究所

图表16: 嘉诚国际全程供应链一体化管理



资料来源: 公司业绩交流会 PPT、华泰证券研究所

### 全程供应链“一站式”物流服务

嘉诚国际提供“一站式”物流服务,参与制造企业采购、研发、生产、配送、销售、售后全程供应链管理,提升效率降低成本:1)设计原材料物流、生产物流、成品物流及逆向物流的循环对流运输方案,提升装载率;2)合理规划原材料仓储及半成品就地加工,安排物料流水线JIT配送;3)通过代理销售整合成品分销物流。

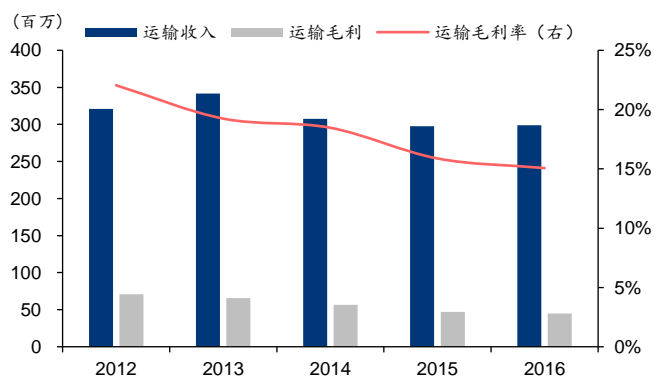
**(1) 运输: 公司成立初期的主要业务。**公司在国内部分城市建立了物流网络,自研运输管理系统实现特色模式(牛奶取货、保税物流运输、甩挂运输),其中短距/长距运输分别主要由自有/外协车辆执行。1)自有车辆运输:生产下线短驳、区域配送、城市配送、联合配送、海关监管运输、港口集装箱运输等近距运输。2)外协车辆运输:干线物流、区域调拨、跨境运输、循环对流运输、联合配送及特种运输等长距运输。2016年,公司运输业务实现收入2.99亿元(13-16 CAGR=-1.8%),毛利0.45亿元(13-16 CAGR=-10.7%);主要是空调行业“去库存”,而万力轮胎等新客户毛利率偏低。

图表17: 公司牛奶取货模型



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表18: 运输业务收入、成本及毛利变化

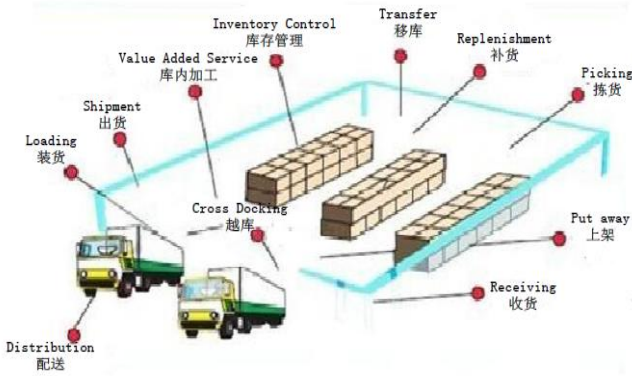


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所 (注: 从2017年起数据不再披露)

**(2) 仓储: 公司盈利的主要来源。**公司提供普通仓储服务及保税仓储服务:1)仓库出租:公司提供一定面积的仓库给客户使用;2)仓储作业:出入库管理,以及库内分拣、分包、包装、贴签、简易加工、点检等。公司自研仓储管理系统提供特色服务(广州南沙天运物流中心, VMI分拨中心),主要盈利源于仓库租金及出入库作业费。自2014年天运物流中心投产,仓储业务收入和盈利持续增长。2016年,公司仓储业务实现收入2.32亿元(13-16 CAGR=28.8%),毛利1.47亿元(13-16 CAGR=29.3%),毛利率63.3%(较为稳定)。随着嘉诚国际港(二期)投产,公司仓储业务将开启新一轮增长。

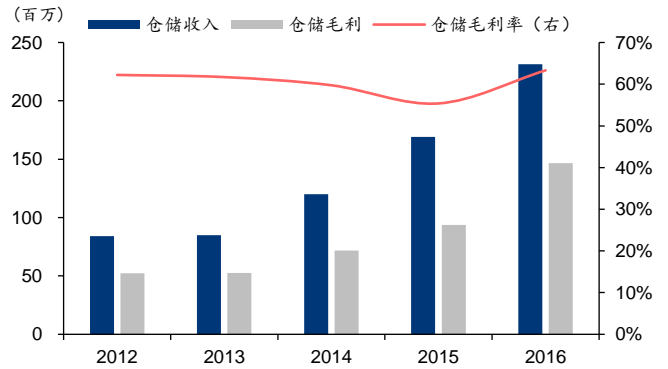


图表19: 公司仓储作业模式



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

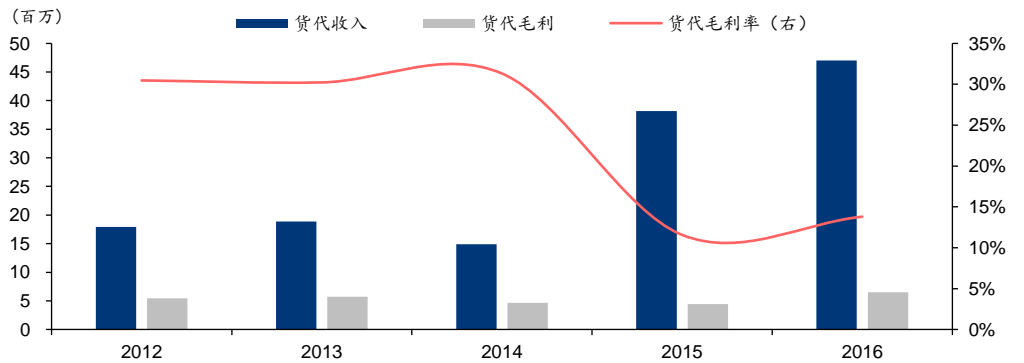
图表20: 仓储业务收入、成本及毛利变化



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所 (注: 从2017年起数据不再披露)

**(3) 货代: 主要是为进出口的原材料及成品提供国际货代服务。** 1) 订舱、托运和包装; 2) 货物监装、监卸、集装箱拆箱, 分拨、中转及短途运输服务; 3) 报关、报检、报险、保险; 4) 签发有关单证、交付运费、结算及交付杂费; 5) 国际多式联运、集运 (含集装箱拼箱)。2016年, 公司货代业务实现收入4700万元 (13-16 CAGR=27.3%), 毛利649万元 (13-16 CAGR=4.4%), 盈利贡献较少 (主要为增加客户粘性)。

图表21: 货代业务收入、成本及毛利变化



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所 (注: 从2017年起数据不再披露)

### 深耕本地企业, 延伸至汽车物流

日资制造企业供应链管理领先全球。以松下电器 (6752 JP, 无评级) 为例, 其在中国建立了完整的研发、生产、销售和售后体系; 其中物流统括部负责统筹物流与供应链, 具体任务则委托数十家第三方物流公司完成 (松下03年曾自建松下电器物流 (上海) 公司, 但09年基于成本考虑关闭)。嘉诚国际为广州松下空调提供了20年物流服务, 合作范围逐步从干线运输升级为综合供应链, 业务能力受到客户高度认可。

借助松下电器的服务经验, 嘉诚国际现已积累大量优质客户资源: 1) 家电: 松下电器、新宝股份 (002705 CH)、辉达电器; 2) 机电: 日立冷机、住友电工、万宝压缩机、伊之密 (300415 CH); 3) 汽配: 万力集团、广东鸿图 (002101 CH)、通用股份 (601500 CH); 4) 消费品: 王老吉、屈臣氏、广州浪奇; 5) 原材料: 上海日光铜业、广东恒基金属制品、珠海立研电子; 6) 电子商务: 浙江菜鸟、卓志、沃天下、亚晋国际等。(其它标的未上市)

根据德勤《物流行业商业模式转型趋势初探/2019》, 合同物流的关键驱动因素包括: 客户、全国性网络、资源整合能力及专业化服务能力。“客户为王”的特征尤为显著, 合同物流企业通常与所服务的客户具有较强的关系纽带, 形成较高的进入壁垒。基于前述考虑, 公司拟定增引入广汽集团旗下的广祺贰号和广州工控集团旗下的万宝长睿, 股权合作为业务合作奠定基础。公司估算广州工控集团20/25年物流费用约40/100亿元, 而19年实际收入1.8亿, 远期深化合作空间较大。(募集资金可行性报告: 2020/10/01)

图表22：广州工控集团旗下主要品牌

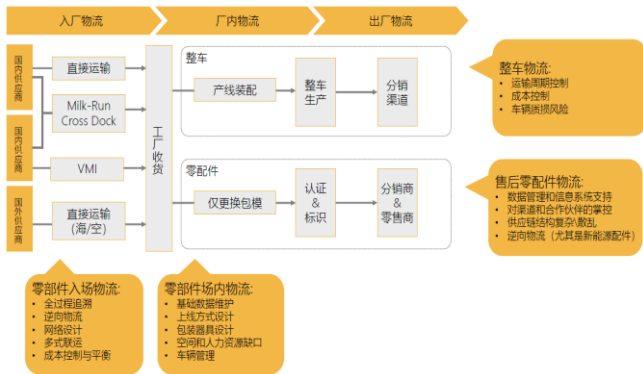


资料来源：广州工控官网、华泰证券研究所

汽车物流是物流业重要的细分市场，可分为整车物流和零部件物流两大类：1) 整车物流：主要包括整车干线运输及部分仓储，市场需求挂钩汽车销量和二手车销量，业务相对单一，利润空间较小；2) 零部件物流：包括产前物流和售后物流等若干环节，由于零部件种类繁多/供应商各异/环节复杂等特征，零部件物流利润空间更大，更适合专业第三方物流企业切入。根据运联传媒的研究《汽车产业陷入危机，三方物流机会来临？/2019》，汽车物流历史上是一个很封闭的行业，与欧美发达国家 80% 的外包比例相比，国内社会化程度很低。随着政策开放，汽车物流空间逐渐打开，车企的物流部门纷纷独立为物流子公司，转型社会化服务。

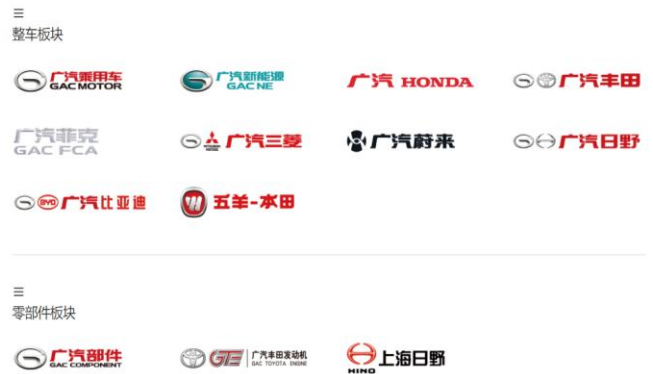
嘉诚国际综合供应链服务起源于“丰田模式”，天然具备汽车物流基因。公司目前在广州从化区和花都区运营汽车物流仓库超过 20 万平米，为众多汽车配件生产制造企业提供原材料物流、生产物流、成品物流（仓储、运输等）和逆向物流，配件范围涵盖轮胎、铸件、车用压缩机、汽车音响以及电池等，积累了万力轮胎等核心客户。公司估算广汽集团 20 年物流费用约 200 亿元，业务合作空间大。本次定增，公司除引入广汽集团旗下广祺贰号实现股权合作外；还将依托嘉诚国际港（二期）打造六万平汽车零部件物流中心，项目总投资 8000 万元，预计投产后年销售收入/利润总额分别为 13950/3051 万元。（募集资金可行性报告：2020/10/01）

图表23：汽车供应链物流



资料来源：准时达、罗格物流、华泰证券研究所

图表24：广汽集团旗下主要品牌



资料来源：广汽集团官网、华泰证券研究所

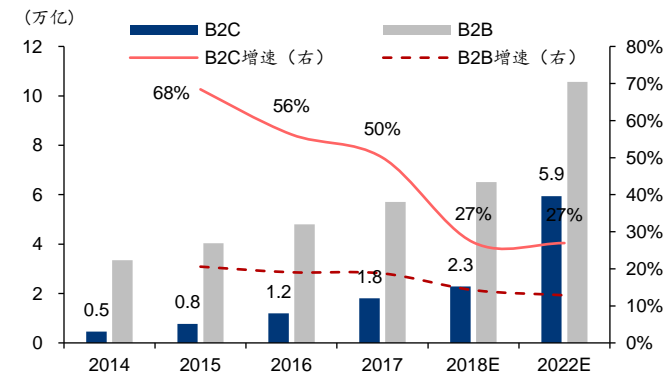
## 切入菜鸟跨境物流，产能投放拉动增长

疫情催化全球线上零售渗透率提升，中国制造成为全球消费者首选。万亿级跨境电商 B2C 物流市场中，头部企业纵腾和递四方市场份额不足 1%（中国国际货代协会：2019），天然具备诞生巨头的土壤。广州为国内跨境电商重镇，借助天运物流中心保税仓资源和 2B 供应链服务经验，公司切入菜鸟跨境电商物流供应链。2021 年初，总面积 45 万平的嘉诚国际港（二期）即将投运，专注于跨境电商出口物流服务，和天运物流中心进口业务实现协同。公司拟投资建设大湾区（华南）国际电商港，进一步扩大跨境电商业务布局。

## 疫情催化中国跨境电商物流高速增长

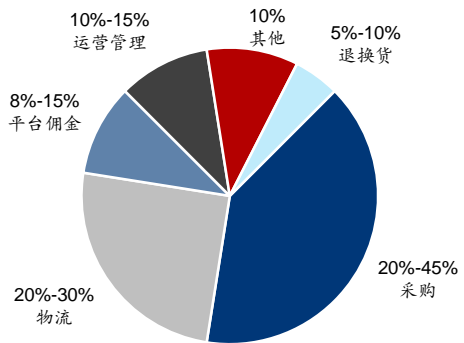
有别于国内电商，跨境电商交易主体分属不同关境，链路更长，复杂度更高。根据罗兰贝格的研究，伴随供给侧 B2C 跨境电商平台的大力开拓以及需求侧全球消费者跨境网购习惯的养成，B2C 将成为未来跨境电商增长的重要力量，进出口结构也将更为平衡（B2C 进口/出口结构将从 18 年的 38%/62% 变为 22 年的 44%/56%）。根据晓生研究院的观点，跨境电商物流成本占比 20%-30%（2019 年估算值），显著高于国内电商 5%-10% 的水平。参考罗兰贝格的测算，按照 2020 年跨境 B2C 电商 3.5-4.0 万亿交易额估算，物流费用在万亿量级，甚至可能高于中国快递行业规模（邮政局预计 2020 年：8750 亿）。

图表25：中国跨境电商交易额变化



资料来源：罗兰贝格、华泰证券研究所（注：18-22 为 CAGR）

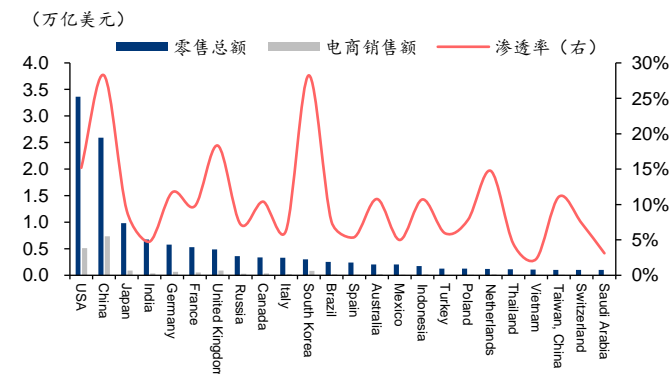
图表26：跨境电商成本结构（2019）



资料来源：晓生研究院、华泰证券研究所

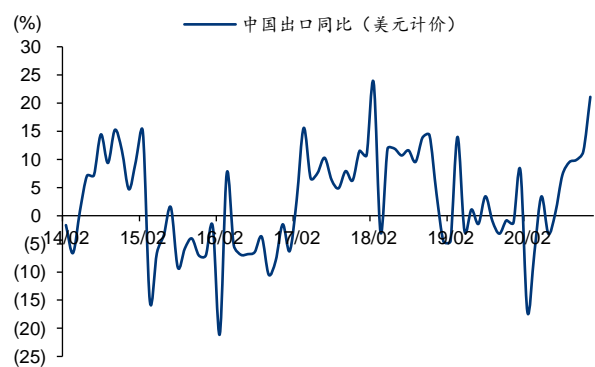
2019 年，中国线上零售额位居全球第一，电商渗透率 28.2%，在主要国家中和韩国并列第一（注：欧睿口径）；在线支付（资金流）、快递（物流）和制造业（商流）基础设施领先全球。疫情催化下，全球线上零售渗透率提升，但供应链风险亦显著加剧。得益于完善的制造业体系和良好的疫情控制，国内供应链迅速恢复稳定，中国制造成为全球线上消费（甚至一般贸易）首选。

图表27：全球主要国家电商销售额及渗透率（2019）



资料来源：欧睿国际、华泰证券研究所

图表28：疫情催化中国出口快速增长



资料来源：Wind、华泰证券研究所

从海关监管角度，跨境电商业务主要包括网购保税进口、直购进口、一般出口和特殊区域出口四种模式。跨境电商物流则主要包括直邮和保税仓/海外仓两大模式：1) 直邮模式包括邮政小包（主要方式）、国际快递、国内快递等，集运（专线转运）也可视为特殊的直邮模式；2) 在进口/出口业务中，先备货至境内保税仓/海外仓，然后通过本地化物流完成配送。邮政小包因价格低廉和清关优势，为跨境物流首选。根据运联传媒的研究，B2C出口中60%为直邮渠道，其中近65%为邮政渠道（2019估算值）。

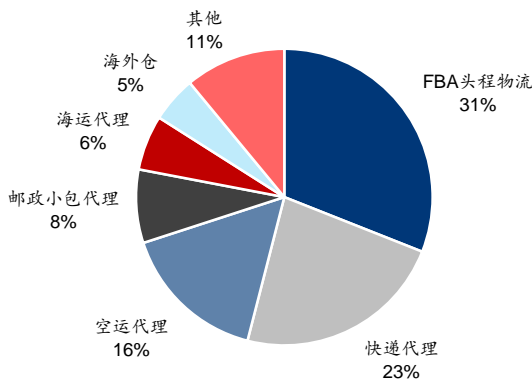
**图表29：中国跨境B2C进口物流模式**



资料来源：罗兰贝格、华泰证券研究所

我们认为中国国内快递（国内电商物流）市场已进入整合期，市场集中度持续提升，中通（ZTO US，无评级）20年件量份额约为20.5%（中通快递网络大会），而邮政局的研究表明美国和日本国内快递CR4>95%（2019）。万亿级跨境电商B2C物流市场中，我们估算头部企业纵腾和递四方市场份额不足1%（中国国际货代协会：2019），具备诞生巨头的土壤。

**图表30：跨境电商物流企业结构（2019）**



资料来源：晓生研究院、华泰证券研究所

**图表31：跨境电商物流企业生态（2019）**



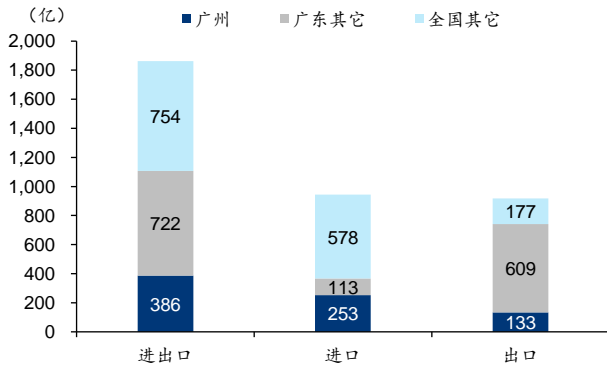
资料来源：晓生研究院、华泰证券研究所

**区位优势显著，深度服务菜鸟网络**

2013/2016年，广州分别获批跨境电商服务试点城市/跨境电子商务综合试验区。根据海关数据（注：口径为海关跨境电商管理平台，不包括海外仓、邮快件进出口渠道），2019年广州跨境电商进出口/进口/出口为386/253/133亿元，位居全国各城市2/1/3位（占全国的21%/27%/14%），同比分别增长56%/28%/172%。嘉诚国际深耕广州跨境电商市场，区位优势非常显著。

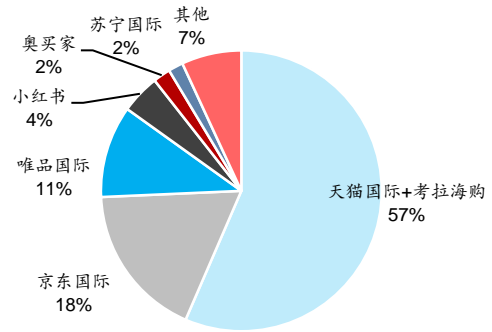
阿里巴巴（BABA，无评级，包含速卖通、天猫国际、天猫海外、考拉海购、国际站等）是国内最重要的跨境电商平台之一。以跨境B2C进口电商为例，天猫国际+考拉海购市场份额接近60%（艾媒咨询：1H20）。借助天运物流中心保税仓资源及跨境物流经验，公司和阿里巴巴（菜鸟网络）实现深度合作；阿里巴巴也是公司跨境电商业务的主要客户（其它客户较少）。

图表32: 广州跨境电商交易额国内领先



资料来源: 海关总署、华泰证券研究所

图表33: 中国跨境 B2C 进口电商市场结构 (1H20)



资料来源: 艾媒咨询、华泰证券研究所

### (1) 跨境进口: 南沙天运物流中心

2020年7月, 国务院批复广州南沙保税港区升级为广州南沙综合保税区, 成为国内开放层次最高、优惠政策最多、功能最齐全、手续最简化的海关特殊监管区域之一。截止2020年底, 广州跨境电商保税仓储面积约42万平方米, 主要集中于南沙综保区(约30万平)和黄埔综保区(约10万平); 嘉诚国际南沙天运物流中心保税仓储面积约12万平(占全市的30%), 资源优势非常显著。

以南沙保税仓为核心, 公司为菜鸟提供跨境电商进口物流服务(保税进口为主, 直邮进口为辅), 主要业务包括: 1) 香港机场/南沙港至天运物流中心运输, 2) 仓储及库内操作(出入库/分拣/贴标签等), 3) 关务服务。而前端海/空运和后端境内配送则分别由国际货代和国内快递企业完成。截止2020年底, 公司清关能力近10万票/日; 并于2019年“双十一”期间高效完成菜鸟近百万笔订单服务。公司和菜鸟网络签署年度服务合约, 其中保税仓储为面积计费模式(包仓制), 关务/库内作业/运输等为件量计费模式。

### (2) 跨境出口: 分离至嘉诚国际港(二期)

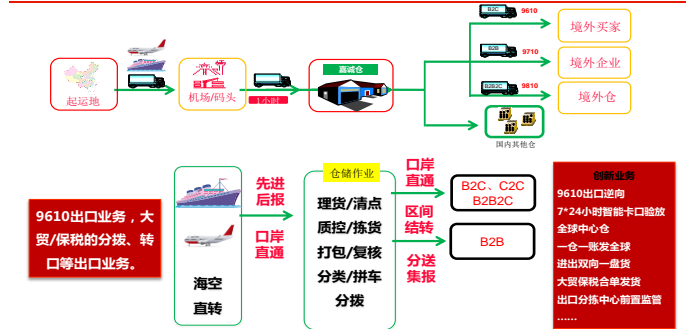
和跨境进口业务类似, 公司为菜鸟提供跨境电商出口物流服务(直邮出口为主, 保税出口为辅), 主要业务包括: 1) 天运物流中心仓储及库内操作(出入库/分拣/贴标签等), 2) 关务服务, 3) 天运物流中心至香港机场/南沙港运输。前端国内集货和后端海/空运则分别由国内快递/物流和国际货代完成。2020年8月, 公司与深圳市递四方(受菜鸟网络委托)签署分包合作协议, 负责“广州南沙集运仓业务、南沙集运仓至香港分拨的干线运输及南沙集运仓包裹的关务服务, 并在广州区域开拓9610出口关务服务”, 合同期限2020/08/22-2021/3/31(到期后续约), 年化金额约为1亿元。

图表34: 嘉诚国际跨境电商进口业务



资料来源: 公司业绩交流会 PPT、华泰证券研究所

图表35: 嘉诚国际跨境电商出口业务



资料来源: 公司业绩交流会 PPT、华泰证券研究所

### 产能扩张在即，盈利增长可期

嘉诚国际港位于广州南沙区东涌镇，距天运物流中心约 20km：1) 一期项目已建成投用(自用办公区)；2) 二期项目(建筑面积约 45 万平，其中多层仓库约 40 万平)已于 2020 年底试运营，并将于 2021 年 3-6 月全面投运；3) 三期项目建筑面积约 10 万平米，仍处于建设中。

嘉诚国际港(二期)投运后，公司将设立“菜鸟全球集运分拨中心”(仓储面积不低于 35 万平方米，设计产能 300 万单/日)，为阿里巴巴提供跨境电商出口物流服务，满足菜鸟将非官方集运业务整合入集运分拨中心的需求(阿里 B2C 出口官方集运渗透率 30%)。此外，公司还将建设汽车零部件智慧物流园、松下电器全球智慧分拨中心等项目。公司预计嘉诚国际港(二期)投产后年收入约为 7.3 亿元，净利润 1.7 亿元。(募集资金可行性报告：2020/10/01)

图表36： 公司南沙天运物流中心



资料来源：公司业绩交流会 PPT、华泰证券研究所

图表37： 公司嘉诚国际港项目

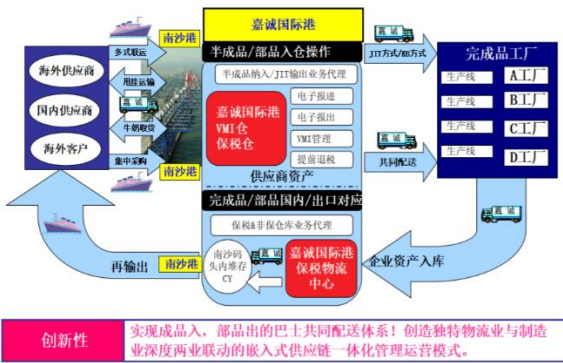


资料来源：公司业绩交流会 PPT、华泰证券研究所

嘉诚国际港(二期)建成后，松下电器出口业务转回至嘉诚国际港(二期)，天运物流中心将专注于跨境电商进口业务，和菜鸟全球集运分拨中心出口业务实现协同。嘉诚国际港也将与天运物流中心相互配合，发挥粤港澳通关一体化的优势，实现香港机场与南沙自贸片区“一站式”空、陆联运，打造南沙“超级中国干线”。

2020 年 10 月，公司与番禺区政府签署《合作意向书》，拟投资建设大湾区(华南)国际电商港项目(总投资约 23.88 亿元，建筑面积约 35.07 万平米)，以“互联网+科技物流”为核心，打造为线上线下相结合，集无人(智慧)零售体验厅+数智物流中心及流通加工中心、跨境交易展示展览中心、电子商务贸易平台等多功能为一体的国际数智电商综合体。

图表38： 嘉诚国际港一体化运作模式



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表39： 嘉诚国际“超级中国干线”



资料来源：公司业绩交流会 PPT、华泰证券研究所

## 产能扩张驱动增长，给予“买入”评级

公司大力拓展 2B 制造供应链客户，在 2C 跨境电商领域深度服务菜鸟网络，产能扩张推动盈利增长。不考虑定增稀释效应，我们预测公司 20/21/22 年 EPS 为 1.29/2.36/2.78 元，处于快速增长阶段；可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE 均值 18.7X，考虑跨境电商业务处于高景气度，给予公司 21 年 19X PE，目标价 44.90 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 产能扩张驱动业绩增长

#### (1) 收入成本分析

**综合物流：**公司主要利润来源，包括运输、仓储和货代三大业务。在 2B 供应链领域，公司深度服务广州松下空调，并将业务模式向万力轮胎等客户复制；在 2C 供应链领域（跨境电商），借助保税仓资源禀赋和综合供应链能力，公司切入菜鸟跨境电商物流。

**商品销售：**公司代理松下空调的华南销售业务，该项业务对公司的盈利贡献较小且趋于稳定。简化处理，我们预计公司 20/21/22 年商品销售业务收入和毛利率基本保持稳定。

图表40：嘉诚国际收入和成本预测

(单位：百万)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
合计	收入	703	715	676	718	859	1,034	1,116	1,194	1,232	1,845	2,031
	yoy		1.7%	-5.5%	6.2%	19.6%	20.5%	7.9%	7.0%	3.2%	49.7%	10.1%
	毛利率(%)	21.0%	20.2%	22.4%	23.0%	25.8%	23.1%	23.7%	24.3%	27.4%	33.6%	36.6%
综合物流	毛利	148	145	151	165	221	239	265	290	337	620	743
	收入	423	445	442	505	577	586	581	586	626	1,239	1,425
	yoy		5.2%	-0.7%	14.1%	14.4%	1.4%	-0.8%	0.9%	6.8%	97.9%	15.0%
运输	毛利率(%)	30.4%	27.8%	30.1%	28.8%	34.3%	34.3%	36.7%	38.6%	43.8%	44.9%	47.7%
	毛利	129	124	133	145	198	201	213	226	274	556	679
	收入	321	342	307	297	299	278	250	225	214	257	295
仓储	yoy		6.4%	-10.0%	-3.2%	0.5%	-7.0%	-10.0%	-10.0%	-5.0%	20.0%	15.0%
	毛利率(%)	22.1%	19.2%	18.5%	15.9%	15.1%	15.0%	14.0%	13.0%	16.0%	16.0%	16.0%
	毛利	71	66	57	47	45	42	35	29	34	41	47
货代	收入	84	85	120	169	231	256	274	299	343	859	987
	yoy		0.9%	41.1%	40.9%	36.9%	10.6%	7.0%	9.0%	15.0%	150.0%	15.0%
	毛利率(%)	62.2%	61.7%	59.7%	55.4%	63.3%	59.3%	62.2%	63.0%	67.0%	58.0%	62.0%
商品销售	毛利	52	52	72	94	147	152	170	188	230	498	612
	收入	18	19	15	38	47	52	57	63	69	124	142
	yoy		5.2%	-20.8%	156.0%	23.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	80.0%	15.0%
其它	毛利率(%)	30.5%	30.2%	31.3%	11.6%	13.8%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
	毛利	5	6	5	4	6	7	8	9	10	17	20
	收入	221	221	182	179	269	397	505	573	573	573	573
其它	yoy		-0.1%	-17.7%	-1.5%	50.1%	47.7%	27.0%	13.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率(%)	6.9%	8.2%	8.7%	9.7%	7.8%	8.9%	9.8%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
	毛利	15	18	16	17	21	36	49	62	62	62	62
其它	收入	58	49	52	34	12	51	30	34	33	33	33
	yoy		-16.8%	6.0%	-34.6%	-64.4%	326.3%	-41.7%	15.7%	-5.0%	0.0%	0.0%
	毛利率(%)	6.2%	5.8%	4.6%	7.4%	16.0%	5.4%	6.5%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
其它	毛利	4	3	2	3	2	3	2	2	2	2	2

注：红色为估算项，17年后公司不再拆分综合物流细项收入及毛利

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**A) 运输：**包括自有车辆运输以及外协车辆运输；收入驱动力为业务量（件量/重量）及单价，毛利率取决于公司议价能力。考虑 2B 业务受疫情影响，我们预计公司 20 年运输收入同比-5.0%；21 年嘉诚国际港（二期）投运拉动运输需求，我们预计公司 21/22 年运输收入同比+20.0%/+15.0%。跨境电商物流竞争强度低于制造业供应链，我们预计其毛利率更高；但考虑降价压力（年度重新谈判）及规模效应，假设 20/21/22 年运输业务综合毛利率维持 16.0%。

**B) 仓储:** 核心利润环节, 包括仓库租金 (面积定价) 以及操作费 (单量定价); 收入驱动力是仓储面积、操作单量及定价水平, 毛利率取决于公司的议价能力和基础设施成本。2021年, 嘉诚国际港 (二期) 全部投运后, 公司仓储面积将增加约 40 万平方米 (现有天运物流中心 12 万平+外租汽车物流仓库超过 20 万平), 我们预计公司 20/21/22 年仓储收入同比增长 15%/150%/15%; 考虑成本冲击和业务结构优化 (跨境电商业务占比提升), 毛利率将呈现“V型”变化, 20/21/22 年毛利率为 67.0%/58.0%/62.0%。

**C) 货代:** 收入驱动力为业务量, 毛利率主要取决于市场竞争环境。21 年嘉诚国际港 (二期) 投产将显著带动公司货代业务增长, 我们预计公司 20/21/22 年货代收入同比增长 10.0%/80.0%/15.0%。跨境电商物流竞争强度低于制造业供应链, 我们预计其毛利率更高; 但考虑降价压力 (年度重新谈判) 及规模效应, 预计 20/21/22 年毛利率维持 14.0%。

## (2) 四项费用分析

作为供应链综合服务商, 公司销售和管理具备一定规模效应, 但还需加大研发投入提升客户体验。20/21/22 年, 我们预计公司销售费用同比增长 6.0%/20.0%/15.0%, 伴随业务规模有所扩张, 费用率分别为 4.2%/3.4%/3.6% (12-19 年从 2.2% 上升至 4.1%); 管理费用同比增长 3.0%/50.0%/20%, 主要考虑产能投放带来的人工成本增长, 费用率分别为 5.4%/5.4%/5.9% (12-19 年从 6.6% 下降至 5.4%); 研发费用为 0.20/0.36/0.47 亿元, 维持高速增长, 费用率分别为 1.6%/2.0%/2.3% (18-19 年从 1.6% 下降至 1.5%); 由于公司几乎没有带息负债, 财务费用维持在很低的水平。

图表41: 公司费用预测

(单位: 百万元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
费用额											
销售	15	18	16	16	19	31	42	49	52	63	72
管理	47	44	55	73	74	73	65	64	66	99	119
研发							17	17	20	36	47
财务			-1	4	0	3	-3	0	-5	-1	0
费用率											
销售	2.2%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	3.0%	3.8%	4.1%	4.2%	3.4%	3.6%
管理	6.6%	6.1%	8.1%	10.1%	8.6%	7.1%	5.9%	5.4%	5.4%	5.4%	5.9%
研发							1.6%	1.5%	1.6%	2.0%	2.3%
财务			-0.1%	0.6%	0.0%	0.3%	-0.3%	0.0%	-0.4%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

## 首次覆盖, “买入”评级

公司大力拓展 2B 制造供应链客户, 在 2C 跨境电商领域深度服务菜鸟网络, 产能扩张推动盈利增长。不考虑定增稀释效应, 我们预测公司 20/21/22 年 EPS 为 1.29/2.36/2.78 元, 处于快速增长阶段; 可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE 均值 18.7X, 考虑跨境电商业务处于高景气度, 给予公司 21 年 19X PE, 目标价 44.90 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表42: 可比公司估值对比 (2021/01/12)

代码	简称	股价	EPS (元)				PE (倍)				PEG (MRQ)	PB	市值 (亿)
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
603569 CH	长久物流	7.37	0.14	0.30	0.44	0.71	52.6	24.6	16.9	10.4	0.48	1.94	41
603128 CH	华贸物流	10.81	0.35	0.41	0.52	0.61	30.9	26.1	20.7	17.8	1.40	3.19	142
002930 CH	宏川智慧	19.90	0.42	0.54	0.73	0.98	47.4	36.6	27.3	20.2	1.42	4.60	88
601598 CH	中国外运	4.23	0.28	0.38	0.43	0.45	15.1	11.0	9.9	9.4	0.66	1.06	313
<b>可比公司</b>							<b>36.5</b>	<b>24.6</b>	<b>18.7</b>	<b>14.4</b>	<b>0.99</b>	<b>2.70</b>	
603535 CH	嘉诚国际	35.02	0.85	1.29	2.36	2.78	41.2	27.1	14.8	12.6	0.71	3.07	53

注: 可比公司盈利预测/估值均为 Wind 一致预期值, 行业指标为个股均值

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰证券研究所



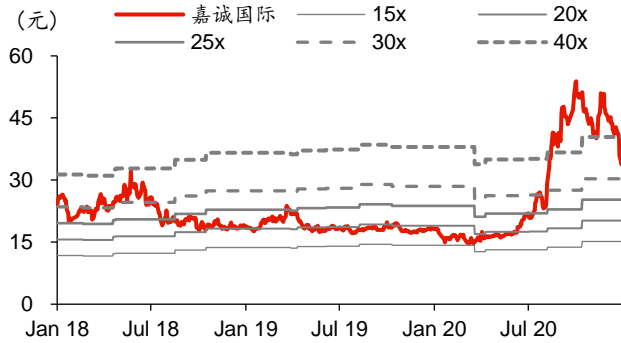
### 风险因素

**(1) 客户集中度风险：**公司 2B 制造供应链服务和 2C 跨境电商业务客户集中度均较高，若核心客户流失，业务可能显著承压。

**(2) 下游景气度风险：**公司供应链服务需求和下游景气度高度相关，若下游景气度下降，公司收入和盈利亦受影响。

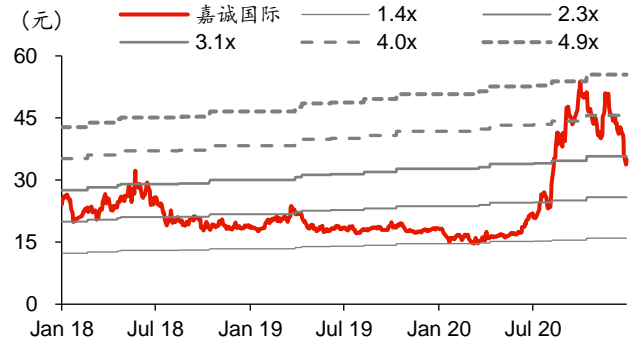
**(3) 税率风险：**公司获得广东省高新技术企业资质，执行 15% 的优惠所得税率政策。

图表43： 嘉诚国际历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表44： 嘉诚国际历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,179	1,123	1,216	1,431	1,667
现金	204.07	407.35	491.35	383.09	713.49
应收账款	209.12	218.54	274.37	396.63	415.82
其他应收账款	16.64	10.74	21.66	23.50	26.24
预付账款	6.88	6.60	8.39	13.82	10.18
存货	139.66	178.20	136.32	294.37	158.44
其他流动资产	602.86	301.07	284.16	319.22	342.73
非流动资产	701.73	956.32	1,146	1,401	1,674
长期投资	5.20	5.30	5.19	5.28	5.33
固定投资	342.25	328.34	314.60	1,084	1,150
无形资产	163.70	159.60	162.94	248.19	270.74
其他非流动资产	190.58	463.08	663.08	63.08	247.67
资产总计	1,881	2,079	2,362	2,831	3,340
流动负债	361.68	454.67	561.90	692.67	816.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	234.07	199.53	216.71	273.47	325.77
其他流动负债	127.61	255.14	345.19	419.19	490.50
非流动负债	18.73	21.90	17.72	18.85	19.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	18.73	21.90	17.72	18.85	19.49
负债合计	380.41	476.57	579.63	711.52	835.76
少数股东权益	14.19	6.02	6.97	8.35	10.25
股本	150.40	150.40	150.40	150.40	150.40
资本公积	633.61	630.65	630.65	630.65	630.65
留存公积	684.85	797.68	973.39	1,294	1,673
归属母公司股东权益	1,486	1,596	1,775	2,111	2,494
负债和股东权益	1,881	2,079	2,362	2,831	3,340

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	97.32	195.02	274.52	188.69	692.32
净利润	137.79	128.49	195.23	356.74	420.51
折旧摊销	18.43	18.75	16.36	34.52	54.11
财务费用	(3.13)	0.15	(4.67)	(0.69)	(0.04)
投资损失	(27.45)	(18.53)	(29.95)	(10.04)	(0.03)
营运资金变动	(46.82)	42.93	96.47	(193.68)	215.35
其他经营现金	18.49	23.23	1.07	1.85	2.42
投资活动现金	(43.78)	30.52	(175.97)	(279.35)	(327.06)
资本支出	142.40	288.67	205.96	289.27	327.00
长期投资	0.00	0.00	0.10	(0.08)	(0.06)
其他投资现金	98.61	319.19	29.88	10.00	(0.01)
筹资活动现金	(24.85)	(72.36)	(14.55)	(17.60)	(34.86)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(2.96)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(24.85)	(69.41)	(14.55)	(17.60)	(34.86)
现金净增加额	29.71	153.78	84.00	(108.26)	330.39

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,116	1,194	1,232	1,845	2,031
营业成本	850.89	904.39	894.91	1,225	1,288
营业税金及附加	4.73	5.38	5.74	8.24	9.23
营业费用	42.46	49.31	52.27	62.72	72.13
管理费用	65.48	64.39	66.32	99.48	119.38
财务费用	(3.13)	0.15	(4.67)	(0.69)	(0.04)
资产减值损失	(16.66)	(0.77)	(7.09)	(13.12)	(9.15)
公允价值变动收益	0.00	(38.24)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	27.45	18.53	29.95	10.04	0.03
营业利润	152.66	140.85	227.03	416.94	492.73
营业外收入	5.25	1.17	2.96	3.13	2.42
营业外支出	0.18	0.61	0.30	0.37	0.43
利润总额	157.73	141.41	229.68	419.70	494.72
所得税	19.94	12.92	34.45	62.95	74.21
净利润	137.79	128.49	195.23	356.74	420.51
少数股东损益	0.26	0.62	0.95	1.38	1.90
归属母公司净利润	137.53	127.87	194.28	355.36	418.61
EBITDA	170.04	147.93	232.56	441.10	532.37
EPS (元, 基本)	0.91	0.85	1.29	2.36	2.78

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	7.87	7.05	3.19	49.74	10.07
营业利润	7.73	(7.74)	61.18	83.65	18.18
归属母公司净利润	15.75	(7.02)	51.94	82.91	17.80
获利能力 (%)					
毛利率	23.73	24.27	27.38	33.59	36.57
净利率	12.35	10.76	15.84	19.33	20.70
ROE	9.18	8.02	10.95	16.83	16.79
ROIC	10.24	10.85	15.66	21.35	24.32
偿债能力					
资产负债率 (%)	20.22	22.92	24.54	25.13	25.02
净负债比率 (%)	(12.47)	(24.06)	(26.57)	(17.18)	(27.71)
流动比率	3.26	2.47	2.16	2.07	2.04
速动比率	1.36	1.82	1.71	1.46	1.70
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.60	0.56	0.71	0.66
应收账款周转率	6.55	5.58	5.00	5.50	5.00
应付账款周转率	4.21	4.17	4.30	5.00	4.30
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	0.85	1.29	2.36	2.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	1.30	1.83	1.25	4.60
每股净资产(最新摊薄)	9.88	10.61	11.81	14.04	16.59
估值比率					
PE (倍)	38.30	41.19	27.11	14.82	12.58
PB (倍)	3.54	3.30	2.97	2.49	2.11
EV_EBITDA (倍)	29.96	32.20	20.11	10.85	8.38

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈晓峰、袁钉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、袁钉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com