

寻找数字供应链赛道的投资机会 ——2021年中期投资策略

交通运输行业

推荐 维持评级

核心观点：

- **中国物流市场具有万亿元级提质增效空间。**新冠疫情加速催化我国物流业与制造业融合进程，但依然面临着物流成本相对偏高的问题。2020年中国物流成本14.9万亿元，占GDP比重14.6%，对标美国来看（8%），若通过系列专业化、数字化措施推动物流行业提质增效，中国的物流成本约有万亿级下降空间。
- **数字供应链：物流行业提质增效的理想状态。**实施供应链管理可以将运输成本下降5%-15%，将整个供应链的运作费用下降10%-15%。当前中国供应链行业发展仍处于初期阶段，具有良好的成长性。按照商业模式及核心竞争力来划分，主要分为供应链综合物流企业、供应链商贸企业、供应链综合咨询及增值服务企业。我们认为，未来综合物流服务商和物流互联网企业更有竞争力和潜力转型成为领先的数字供应链服务商。
- **网络货运：数字供应链的重要环节。**当前网络货运平台主要解决车货匹配和税务优化问题。统计数据显示，2020年前10榜单的网络货运平台所整合的运力合计就已经超过了860万辆。中国网络货运发展历程可以被简单归纳为“车货匹配、无车承运人试点、网络货运平台”三个阶段。我国的网络货运平台类型分为控货型、开放型、服务型。
- **供应链管理服务行业具有较高成长性。**供应链管理行业近十年来稳定发展，供应链营业收入的增长率水平几乎保持在25%以上，净利润增长率从负增长到76%的增速，呈现出较大的波动性。供应链管理板块的增长率水平基本持续处于领先水平。与港股供应链板块、全部A股和交通运输板块相比，供应链管理板块的增长率较高。基于供应链板块上市公司财务对比分析来看，顺丰控股和传化智联的表现相对较好。
- **投资建议：**推荐深耕公路网络货运的传化智联（002010.SZ）和全面打造数字供应链服务商的顺丰控股（002352.SZ）。
- **风险提示：**物流需求不及预期的风险，物流数字化进程不及预期产生的风险，新冠疫苗接种进度不及预期的风险，交通运输政策变化产生的风险，网络货运平台政策变化的风险。
- 重点推荐标的主要财务指标及预测

股票代码	股票名称	EPS			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002010.SZ	传化智联	0.594	0.676	0.734	11.56	10.15	9.34
002352.SZ	顺丰控股	1.149	1.866	2.406	62.57	38.53	29.88

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分析师

王靖添

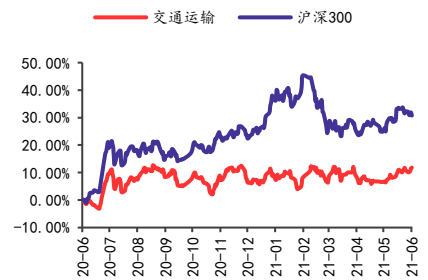
☎：8610-80927665

✉：wangjingtian_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130520090001

特别鸣谢：宁修齐

相对沪深300表现图 2021-6-11



相关研究

【银河交通王靖添团队】2021年投资策略：数智物流，复苏出行

【银河交通王靖添团队】2020年四季度投资策略：跨境物流空间广阔，航空货运领衔起航

目 录

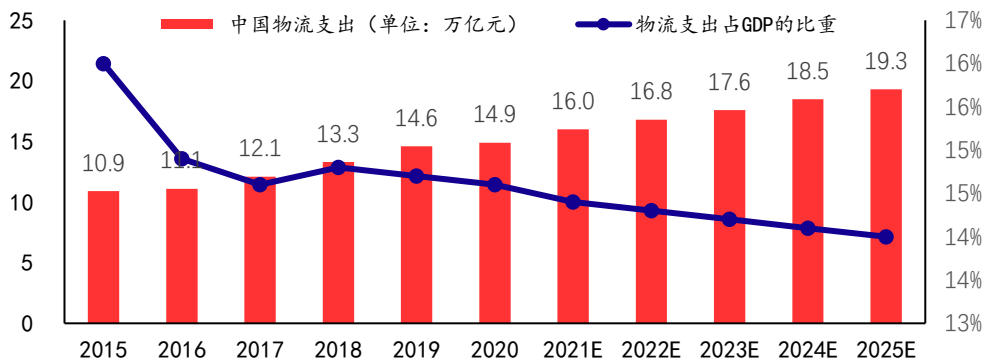
一、中国物流市场现状及面临问题	3
(一) 中国物流市场具有万亿元级提质增效空间	3
(二) 第三方物流及供应链渗透率水平	3
(三) 当前我国物流及传统供应链面临的问题	4
二、数字供应链：物流行业提质增效的理想愿景	5
(一) 供应链管理实现降本 5%-15%	5
(二) 细分行业对供应链管理服务需求广阔	7
(三) 中国典型数字供应链企业：重资产与轻资产	9
三、网络货运：数字供应链的重要环节	9
四、我国数字供应链相关上市公司对比分析	12
(一) 行业处于发展初期，具有较高成长性	12
(二) 供应链相关重点公司财务对比分析：寻找优质公司	14
(三) 不同商业模式供应链公司估值具有差异性	19
五、投资建议	20
(一) 传化智联：公路港网络完备，网络货运融合催化效应彰显	20
(二) 顺丰控股：发挥综合物流优势，迈向数字供应链时代	22
六、风险提示	23

一、中国物流市场现状及面临的问题

(一) 中国物流市场具有万亿元级提质增效空间

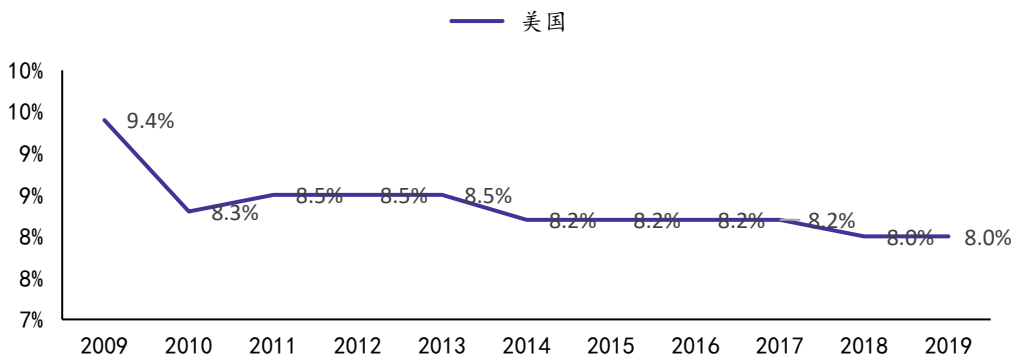
自上世纪 90 年代起，我国社会物流费用占 GDP 占比总体呈下降趋势，但仍远高于欧美发达国家的水平，反映我国物流效率还有较大提升空间。2020 年中国物流成本 14.9 万亿元，占 GDP 比重 14.6%。对标美国来看（8%），若通过系列专业化、数字化措施推动物流行业提质增效，假设占比为 12%，中国的物流成本约有万亿级下降空间。在这样的背景下，作为物流行业发展的高阶形式，致力于优化全链效率、帮助企业实现降本增效的供应链行业市场巨大，前景广阔。

图 1：2015-2025E 中国物流总支出及占 GDP 比重



资料来源：国家统计局，灼识咨询，中国银河证券研究院整理

图 2：美国社会物流成本用占 GDP 占比 (%)

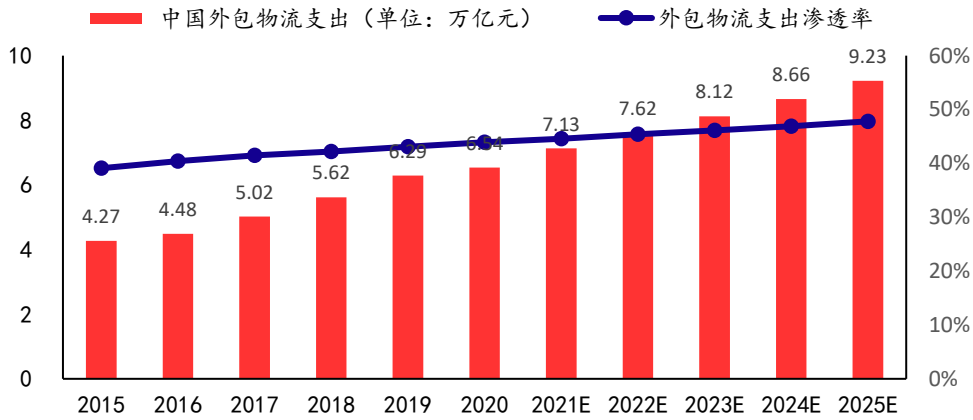


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 第三方物流及供应链渗透率水平

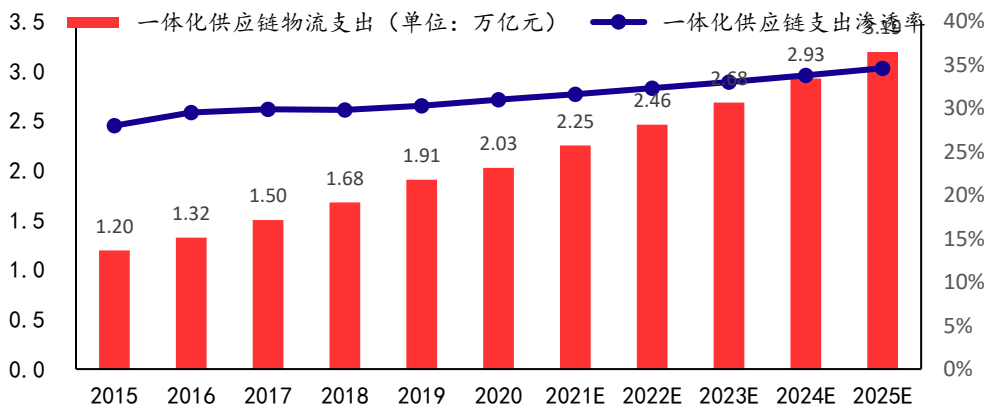
根据灼识咨询研究数据显示，2020 年，在我国 14.9 万亿元的社会物流总成本中，外包物流（第三方物流）的规模为 6.5 万亿元，占比达 43.9%。一体化供应链物流的规模为 2.3 万亿元，占比第三方物流比重超 30%。

图 3：2015-2025E 中国外包物流支出及渗透率



资料来源：Wind，灼识咨询，中国银河证券研究院整理

图 4：2015-2025E 中国一体化供应链支出及渗透率



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院整理

（三）当前我国物流及传统供应链面临的问题

当前我国物流行业存在着信息不对称、货车装载率低、运力利用率低、公路货运主体散、竞争激烈、信用机制不完善、财税风险高、融资难度高、数字化程度有待提升等系列难题。同时从传统供应链角度来看，同样面临着物流成本高、跨仓方货率高、时效差等问题，而且缺乏计划体系和执行管控，会出现订单违约率高、客户运营成本高、库存积压严重等现象，此外也缺乏消费者洞察，不了解消费者需求，造成产品设计不合理，以采定销、市场响应慢，无法在市场中获得竞争优势。

表 1：货主企业与物流企业的痛点

	货主企业	物流企业
存在的问题	难以快速满足市场需求； 承运商服务水平参差不齐	品牌小、融资差，大量货源层层转包而来、直接货源少；利润被层层盘剥， 业务黏性低

物流过程割裂、数字化不足，难以全链条数据分析，全过程不可监控

业务规模小而散，单一企业单段降本增效空间很有限；企业间专业分工协同共享不足，难以互联互通，导致成本高

层层转包是常态，产业链上下协同困难，企业管理成本高

信息化程度低

财税风险高：物流企业存在进项不合规，导致货主企业财税风险不可对接过程的问题 控；资金紧、融资难：货主与物流企业大多通过资产抵押进行融资，无法通过业务经营数据实现融资

资料来源：中国银河证券研究院整理

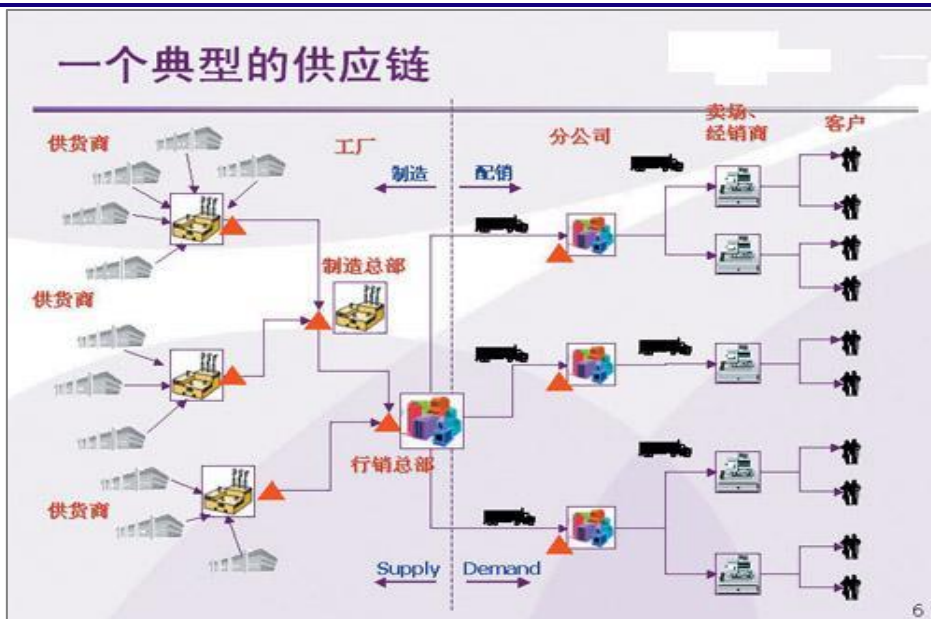
二、数字供应链：物流行业提质增效的理想愿景

（一）供应链管理实现降本 5%-15%

供应链是指围绕核心企业，通过对商流（商品所有权发生转移）、物流（商品物质实体发生转移）、信息流、资金流（以下简称“四流”）的控制，从采购原材料开始，制成中间产品以及最终产品，最后由销售网络把产品送到消费者手中的将供应商，制造商，分销商，零售商，直到最终用户连成一个整体的功能网链结构。

具体而言，供应链管理是对整个供应链系统进行计划、协调、操作、控制和优化的各种活动和过程，其目标是要将顾客所需的正确的产品(Right Product)能够在正确的时间(Right Time)、按照正确的数量(Right Quantity)、正确的质量(Right Quality)和正确的状态(Right Status)送到正确的地点(Right Place)，即“6R”，并使成本与效率最优化。

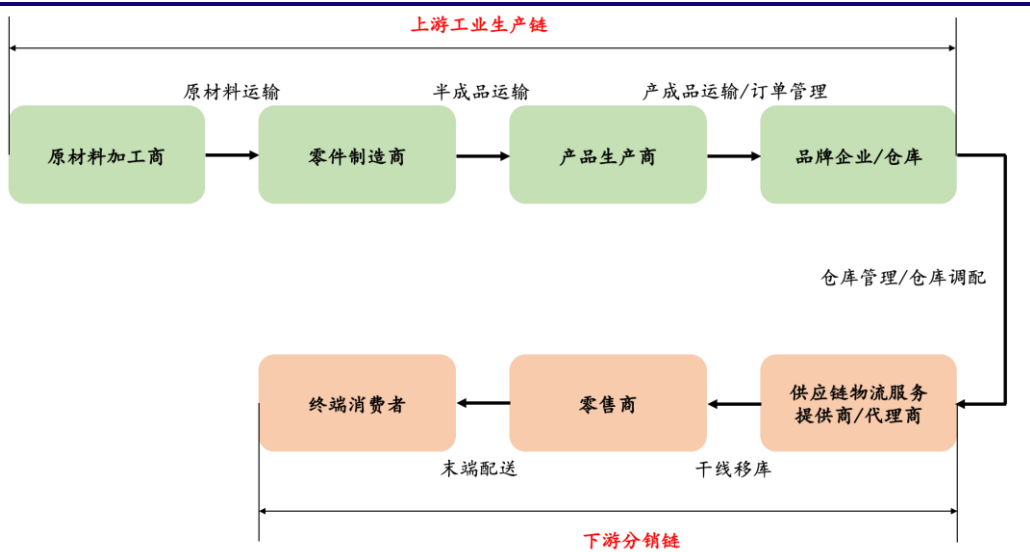
图 5：供应链构成示意图



资料来源：百度百科，中国银河证券研究院整理

供应链管理可以帮助企业提升核心竞争力。自 90 年代，制造企业不断开始应用各种自动化和信息技术手段，生产效率整体上升到了一个相当高的水平，难以再通过生产制造过程本身的提升对产品和企业的竞争力有显著促进。在这样的背景下，为了进一步提升企业竞争力，管理者不再将目光局限在企业内部生产过程的管理，转而开始关注产品全生命周期中的供应环节和整个供应链系统，希望通过对供应链全链的管理实现产品成本的进一步控制和满足客户更高标准的需求。企业管理者开始尝试对企业整个原材料、零部件和最终产品的供应、储存和销售系统进行总体规划、重组、协调、控制和优化，加快物料的流动、减少库存，并使信息快速传递，时刻了解并有效地满足顾客需求，从而大大减少产品成本，提高企业效益。

图 6：供应链相关环节示意图

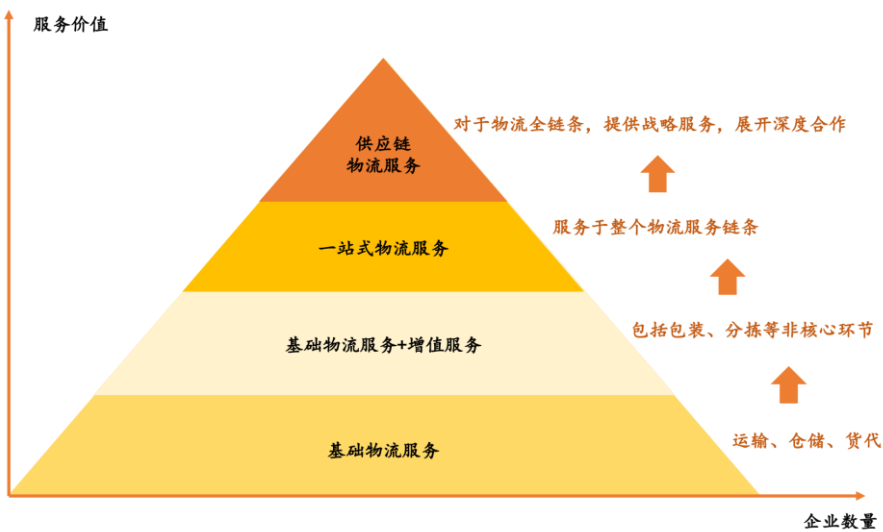


资料来源：中国银河证券研究院整理

企业实施供应链管理有助于实现降本增效。具体包括降低成本（通过供应链整合资源，缩短交易时间，减少重复生产和浪费）、提升企业综合业绩，缩短企业订单处理周期，降低整体库存（通过供应链整合资源，供应商能够随时掌握存货信息，组织生产，及时补充），提升现金周转率，提升服务水平（如准时交货率提升）等。根据咨询公司埃森哲的研究，实施供应链管理可以将运输成本下降 5%-15%，将整个供应链的运作费用下降 10%-15%。根据美国供应链管理协会的统计，实施供应链管理可使企业的准时交货率提高 15%，订单处理周期缩短 5%—35%。

供应链管理外包支撑企业更加专注于主营业务。在一套战略级别的供应链管理方案下，涉及到非常多的执行环节。原本客户需要自己确定上游供应商进行采购，联系物流进行仓储配送，找银行融资，找报关行商检通关，找下游买家收款，设法进行渠道分销等等，而通过供应链外包，客户可以选择把运输仓储、采购、生产、分销、融资、税务结算等中的任何一个或多个环节，甚至整套供应链管理方案，外包给一家供应链公司执行，把繁琐的环节简单化。这样公司不再需要同时处理多个环节，只需要与一家供应链管理公司对接即可，降低资源成本，提高运营效率。接下来公司就可以把注意力集中在更具增值性的核心业务上，比如制造型企业可以着重专注于研发和生产环节，贸易型企业可以专注于分销环节，方案设计公司可以只专注于设计环节，有助于公司打造核心竞争力。

图 7：物流与供应链发展演变进程示意图



资料来源：中国银河证券研究院整理

(二) 细分行业对供应链管理服务需求广阔

供应链管理的概念在中国兴起时间较晚,近 10 年间才涌现出一批供应链管理服务企业(以下简称“供应链企业”)。供应链企业都是从最早的某种业态转型升级过来的,有的是物流企业,有的是商贸流通企业。总体来看,我国供应链行业起步较晚,但近几年发展迅速。作为一种新兴的企业组织模式,早期供应链服务行业面临着未被纳入国民经济行业分类导致的政策法规不适用、以及行业发展缺乏政策支持和标准支撑等问题。

近几年国家陆续出台相关政策,供应链行业逐渐开始进入政策利好阶段。2017 年 10 月,国务院办公厅印发了《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》,这是国务院首次就供应链出台全面部署指导性文件。2017 年第四次修订的《国民经济行业分类》(GB/T4754-2017)中,明确了供应链管理服务单列统计类别:商务服务业-7224-供应链管理服务,《分类》指出:“供应链服务是基于现代信息技术对供应链中的物流、商流、信息流和资金流进行设计、规划、控制和优化,将单一、分散的订单管理、采购执行、报关退税、物流管理、资金融通、数据管理、贸易商务、结算等进行一体化整合的服务”。这次修订结束了供应链服务行业长期未被纳入国民经济行业分类的处境。我们从所服务的行业、盈利模式和业务重心三种分类方式来对供应链管理行业进行梳理分析。

按照服务行业来看,目前我国供应链企业主要服务于上游大宗商品、汽车、服装、快消品以及 IT 行业。

表 2：供应链服务企业按服务行业类型分类

细分行业	需求特点	代表企业
上游大宗商品	市场容量巨大,产品差异度小,市场参与者众多,行业集中度低,常存在产能过剩、流通成本高、效率低等问题	建发股份、厦门象屿、瑞茂通、嘉友国际
汽车	零部件种类繁多,销售市场庞大,供应链管	原尚股份、长久物流

	理能够有效降低企业成本，提高竞争力	
服装	传统服装供应链周期长，当前消费者个性化服装需求日益加强，要求企业能够对市场需 求做出快速反应，满足消费者需求	利丰
快消品	行业供应链相对较长，运行节奏较其它行业要快，产品需求量大，要求其供应链必须具有快速的响应速度，对渠道下沉的要求高	怡亚通
IT	产品需求量大，采购全球化，技术革新快，要求快速进行周转	普路通、飞力达

资料来源：中国银河证券研究院整理

按照商业模式及核心竞争力来划分，主要分为供应链综合物流企业、供应链商贸企业、供应链综合咨询及增值服务企业。

供应链综合物流企业针对有大量物流需求的核心企业提供仓干配一体化服务，仓干配一体化服务可以理解为“仓储服务+干线运输+配送服务+技术支持+售后服务+增值服务”组合在一起的一站式物流服务。这一类企业的核心竞争力在于拥有完善的物流网络，能够为客户提供并执行完整的个性化物流方案。代表企业包括顺丰控股、京东物流等。

供应链商贸企业自身参与到产品的流通过程中，参与货物的买卖，通过对产品买断赚取中间差价来获得盈利。货物的流动过程中能够带来大量的现金流，企业可以利用流通过程中存在的价差、利差和汇差来赚取足够的利益，而这些差额主要来源于企业拥有的强大的信息优势、规模优势、资金优势和专业优势等，帮助企业获取低价商品、批量折扣以及低成本资金。代表企业包括厦门象屿、建发股份、瑞茂通等。

供应链综合咨询及增值服务企业为企业提供整套供应链解决方案，企业本身较少参与产品运作，以轻资产运行的咨询服务为主，辅以配套服务，例如报关检疫、物流方案等。这一类企业的核心竞争力在于服务能力的专业性，包括行业经验与资源、高技能人才等。代表企业包括普路通，飞力达等。

表 3：供应链服务企业按商业模式分类

供应链服务企业类型	具体业务	代表企业
供应链综合物流企业	针对有大量物流需求的核心企业提供仓干配一体化的一站式物流外包服务	顺丰控股、京东物流
供应链商贸企业	为各品牌商和经销商提供包括上游采购或下游渠道分销两大类商贸服务	厦门象屿、建发股份、瑞茂通、香港利丰、
供应链综合咨询及增值服务企业	为企业提供整套供应链解决方案	传化智联、怡亚通、普路通、密尔克卫、飞力达

资料来源：中国银河证券研究院整理

（三）中国典型数字供应链企业：重资产与轻资产

当前中国供应链行业发展仍处于初期阶段，具有良好的成长性，未来综合物流服务商和物流互联网企业更有竞争力和潜力转型成为领先的数字供应链服务商。顺丰作为综合物流商，其数字供应链为重资产属性。根据公司年报披露，2020年，顺丰供应链营收71亿元，同比增长44.4%。菜鸟作为互联网企业，其数字供应链业务为轻资产属性。根据阿里巴巴集团财报披露，2021财年，菜鸟网络营收372.58亿元，同比增长68%。

图 8：顺丰控股数字供应链示意图



资料来源：顺丰控股 2020 年度报告，中国银河证券研究院整理

图 9：菜鸟网络家电行业供应链示意图



资料来源：菜鸟网络公司官网，中国银河证券研究院整理

三、网络货运：数字供应链的重要环节

我国网络货运平台依托人工智能、5G 等新兴技术，发展十分迅猛。据交通运输部数据显示，截至 2018 年无车承运人试点企业整合社会零散运力 135.1 万辆。根据《中国物流与采购》

数据显示，2020 年前 10 榜单的网络货运平台所整合的运力合计就已经超过了 860 万辆。

中国网络货运发展历程可以被简单归纳为“车货匹配、无车承运人试点、网络货运平台”三个阶段。其中，两份文件的发布可作为关键的节点：2016 年 8 月《交通运输部办公厅关于推进改革试点加快无车承运物流创新发展的意见》的发布标志着无车承运试点工作在全国范围内正式展开；2020 年 1 月《网络平台道路货物运输经营管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》）的发布标志着互联网物流新时代的开启。

网络货运平台最主要的优势在于整合资源，化解货主、社会零散司机之间的信息不对称。同时，试点企业被允许使用自有增值税发票税控开票软件，按照 3% 的征收率代开增值税专用发票；并在发票备注栏注明会员的纳税人名称、纳税人识别号、起运地、到达地、车种车号以及运输货物信息。这为货主、个体司机提供合法有效的增值税发票，解决了物流企业司机发票难以取得，运费难以抵扣，无法进行企业所得税税前列支，税负成本过高的问题。特别是营改增之后，货主对增值税专用发票的需求更大，而网络货运平台的出现恰恰能够解决这一难题。具体可以把我国的网络货运平台分为如下三种类型：控货型、开放型、服务型，具体种类细分如下图所示：

图 10：网络货运平台分类



资料来源：运联智库，中国银河证券研究院整理

控货型平台的特点在于平台自身就是货主或货源的供给方，掌控物流订单的分配权。其对社会运力资源的需求来源于降低运力的采购成本，比较典型的企业有：中外运、安得、货达、世德现代、京东物流、苏宁物流。

开放型平台则既不是货主，也不是运力供应商，而是专注于货主与运力之间的有效匹配，是面向整体市场开放的，接受自然竞争的纯第三方企业，比较典型的品牌有：满帮、快成、拉货宝、滴滴集运。

服务型网络货运平台的特点是业务线并行，盈利模式除车货匹配外，主要来自为客户提供 SaaS 支持、申办资质、税务合规、金融、油卡、ETC 等多种物流服务。其中传化智联，就是比较典型的服务型平台（园区型平台），其遍布全国的公路港节点能够在网络平台建立后快速将园区内的专线公司转化为客户，为其提供运力服务，并解决税务合规的问题。在税务服务上，国家先后通过三份文件确认了网络货运平台（无车承运人）的在税务上的合法地位。

表 4：网络货运业务涉税政策梳理

文件	针对的问题	解决措施	作用和效果
《财政部 国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》(财税〔2016〕36号)	第三方物流企业在运营过程中较难取得运输能力增值税发票，企业的开销不能扣除，企业税负压力较重。	无车承运业务按照“交通运输服务”缴纳增值税(9%税率)，可以根据实际运输方式选择“运输服务*无运输工具承运业务”下明细项目给委托方开具发票。	赋予了无车承运人为货主(托运人)开具运输服务的增值税专用发票的职能
国家税务总局 2017 年第 30 号公告	占领运输市场较大比重的个体运输户并没有资质开具增值税发票，导致无车承运人销项发票无足够的进项发票抵扣，增值税税负较重	纳税人以承运人身份与托运人签订运输服务合同，收取运费并承担承运人责任，然后委托实际承运人完成全部或部分运输服务时，自行采购并交给实际承运人使用的成品油和支付的道路、桥、闸通行费，同时符合下列条件的，其进项税额准予从销项税额中抵扣：(一)成品油和道路、桥、闸通行费，应用于纳税人委托实际承运人完成的运输服务；(二)取得的增值税扣税凭证符合现行规定。	承认了无车承运业务链条中实际承运人的纳税地位，明确了增值税进项税额抵扣范围
税务总局〔2019〕405号	货物运输小规模纳税人、个体户散户众多且普遍不愿到税务机关代开发票的征管现状	网络货运企业可为平台会员代开发票： 1.仅限于为会员通过平台承揽的货运服务代开； 2.按照 3%的征收率代开，发票需备注纳税人名称、识别号、起运地、到达地、车种车号及运输货物信息等。 3.应签订承揽运输服务合同，平台记录的交易、资金、物流等信息统一留存。	提高货运业小规模纳税人使用增值税专用发票的便利性，实现无车承运到网络货运的平稳过渡

资料来源：财政部、税务总局、中国银河证券研究院整理

目前网络货运平台形成了如下图所示的资金和发票传导链条：

图 11：传化智联网络货运平台示意图



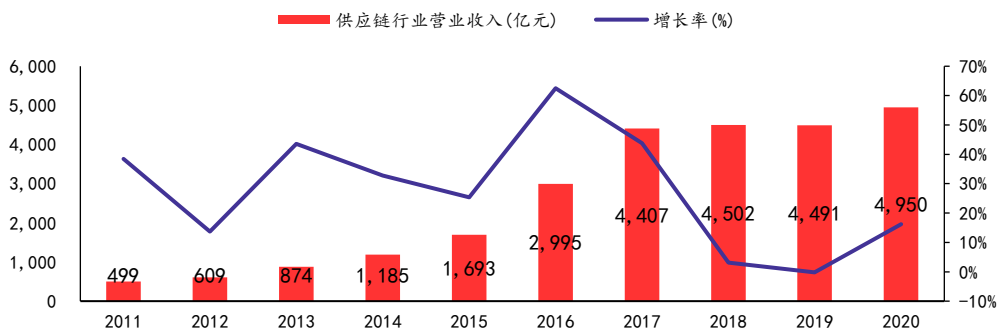
资料来源：中国银河证券研究院整理

四、我国数字供应链相关上市公司对比分析

(一) 行业处于发展初期，具有较高成长性

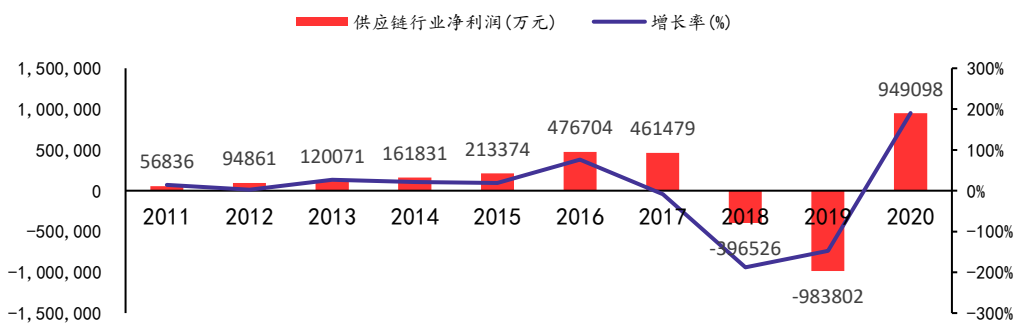
供应链行业近 10 年稳步发展，营业收入规模基本保持增长态势。2018 年经贸摩擦导致国内外经济形势不稳定，人民币汇率震荡加剧，对供应链行业产生一定影响；同时，去杠杆的推进，对于资金依赖程度较高的供应链管理企业来说，也存在一定的挑战，特别是在向轻资产的服务型供应链管理转型时期，业绩存在下行压力，因此营业收入增速明显放缓，净利润在近两年中出现了负增长现象。2020 年以来，得益于中国防控新冠疫情成效显著，供应链行业营收及净利润呈现增长态势。总体来看，供应链营业收入的增长率水平几乎保持在 25% 以上，净利润增长率从负增长到 76% 的增速，呈现出较大的波动性。

图 12：2009-2020 年供应链管理行业营业收入及增长率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

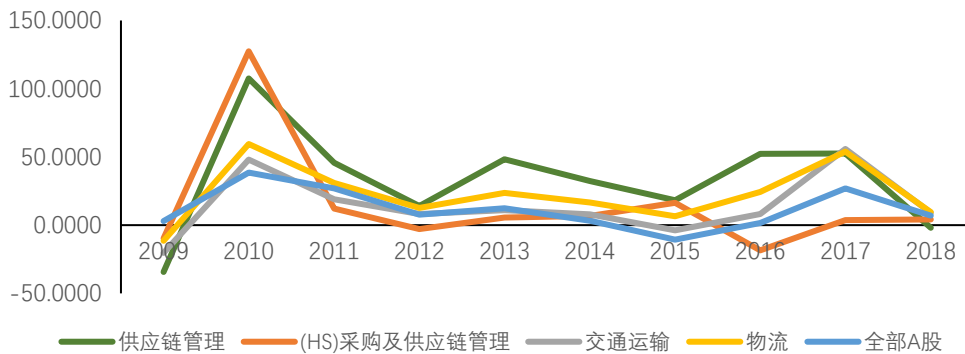
图 13：2009-2020 年供应链管理行业净利润及增长率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

与相关板块和市场对比，供应链板块的增长率处于领先水平。同行业对比发现，A 股的供应链管理板块近 10 年的营收增速高于港股的采购与供应链管理板块；与整个市场对比发现，供应链管理的营收增速也几乎持续高于全部 A 股、交通运输行业及物流行业的水平。说明供应链管理板块的增长速度较快，是具有较高成长性的行业。同时可以发现，供应链管理的营收增速变化与交通运输、物流业具有一定的联动性，这说明交通运输、物流在供应链管理的发展中起到一定的带动和基础性作用。但从 2018 年的表现来看，在面对国内经济形势不稳定的情况下，供应链管理的增速下滑最为明显，这说明供应链管理目前还处于发展阶段，行业增长受宏观环境影响较大，抗风险水平较低。

图 14：2009–2018 年供应链管理、(HS) 采购及供应链管理、交通运输、物流和全部 A 股营业收入增长率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从行业内公司来看，下表列示了 A 股上市公司中开展供应链管理业务的重点公司，组成 A 股的供应链板块。

表 5：供应链管理相关企业业务范围

	主营业务及开始主营供应链时间	主营业务收入占比	业务范围
建发股份	供应链运营业务 (2006)	84.1%	供应链运营服务在金属行业、浆纸行业、矿产业、农产业、轻纺业、化工行业、机电行业、汽车行业、酒业等。
顺丰控股	综合物流及供应链管理业务 (2018)	4.61%	供应链管理业务广泛服务于餐饮生鲜、消费品、3C 电子、工业汽配等领域。
京东物流	综合物流及一体化供应链管理业务 (2017)	75.8%	公司通过科技赋能，提供全方位的覆盖各个领域的供应链解决方案和优质物流服务，从仓储到配送，从制造端到客户终端。公司是中国最大的一体化供应链物流服务商。
怡亚通	380 分销+采购&分销执行+产品整合业务+物流 (2017)	99.7%	承接企业各环节供应链外包服务，涵盖快速消费品、家电、通信、信息技术、医疗、终端零售等，是重要的流通快消品分销平台。
厦门象屿	大宗商品采购及综合物流服务 (2011)	99.0%	主营业务为商品采购供应及综合物流服务、物流园区平台开发运营。
瑞茂通	煤炭直运、煤炭掺配、加工后销售+供应链金融 (2012)	78.8%	聚焦大宗商品供应链领域，以煤炭为核心，聚焦石油化工产品、焦煤、焦炭等能源大宗商品产业链。
密尔克卫	一站式综合物流服务 (2018)	86.9%	专业化工供应链服务商，提供以货运代理、仓储和运输为核心的一站

			式综合物流服务，以及化工品交易服务。
传化智联	网络货运平台及供应链服务平台业务 (2001)	10.43%	公司致力于打造“传化网络”，并基于此建设供应链服务平台，服务于供应链物流市场，提升供应链物流市场的整体效率。

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

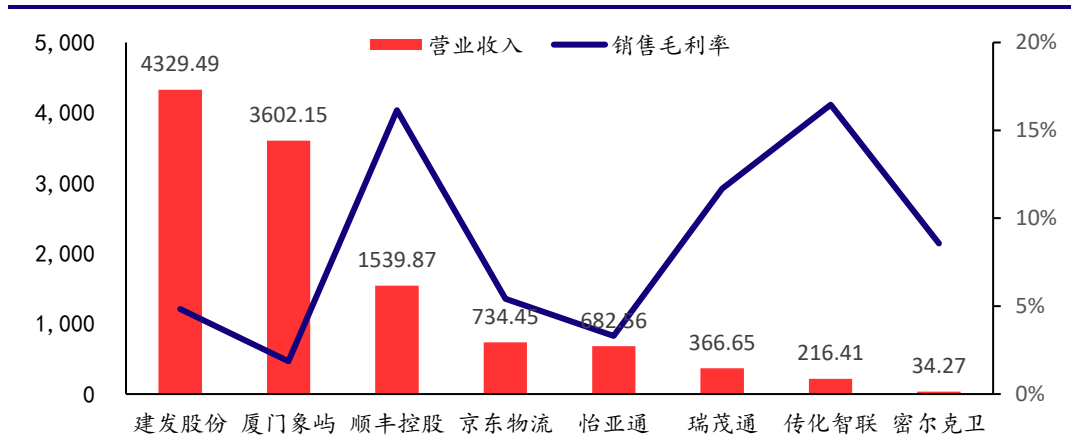
按照业务盈利模式的分类方法，将上述公司分为三类：交易类、服务类和综合类（具有物流和咨询能力）。从数量上来看服务类企业占比最高，说明以提供综合供应链方案为主的服务型经营模式受到相关企业的青睐，而交易类公司大多是传统企业转型而来。

表 6: 供应链管理行业公司分类

交易类	建发股份、厦门象屿
服务类	瑞茂通、密尔克卫、怡亚通、传化智联
综合类	顺丰控股、京东物流

资料来源: 中国银河证券研究院整理

图 15: 2020 年供应链管理公司营业收入和毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 供应链相关重点公司财务对比分析：寻找优质公司

1、盈利能力与收益质量

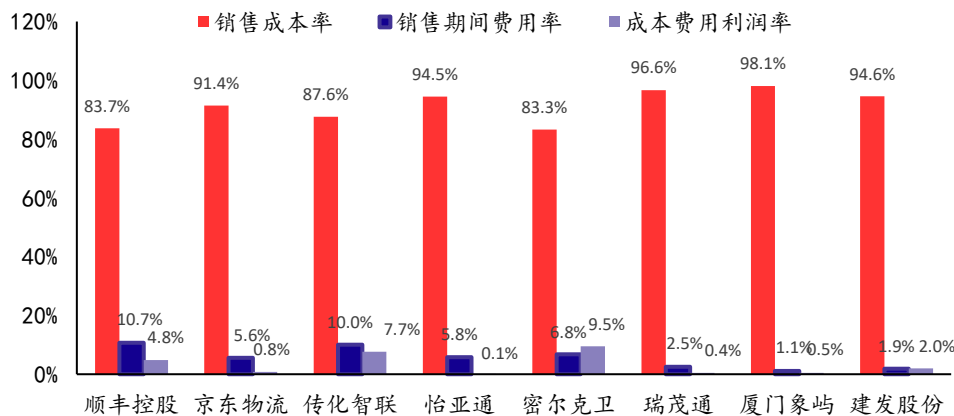
通过对供应链行业各公司进行杜邦分析，对比各公司盈利能力。净资产收益率方面，2020 年，密尔克卫（16.86%）、顺丰控股（12.98%）、传化智联（10.13%）排名相对领先。2020 年疫情背景下，化工物流市场需求旺盛，因行业特殊属性，溢价效应显著，密尔克卫作为特种物流供应链龙头，从中获益，ROE 水平维持高位。而顺丰控股 2020 年优异的盈利表现，与疫情催化商务快递需求，其主营业务大幅增长有关，同时顺丰货航资产充足，跨境业务高效周转，从而在跨境物流高运价的行情中受益，也为其收益水平的优良表现做出了贡献。

表 7：2020 年供应链管理公司杜邦分析指标

	净资产收益率(%)	销售净利率(%)	总资产周转率(%)	权益乘数(%)
顺丰控股	12.98	4.51	1.51	1.96
京东物流	113.90	-5.50	1.55	-18.91
传化智联	10.13	7.38	0.66	2.15
怡亚通	2.07	0.12	1.62	5.15
密尔克卫	16.86	8.48	1.09	2.07
瑞茂通	2.56	0.43	1.44	4.63
厦门象屿	8.68	0.45	4.70	3.30

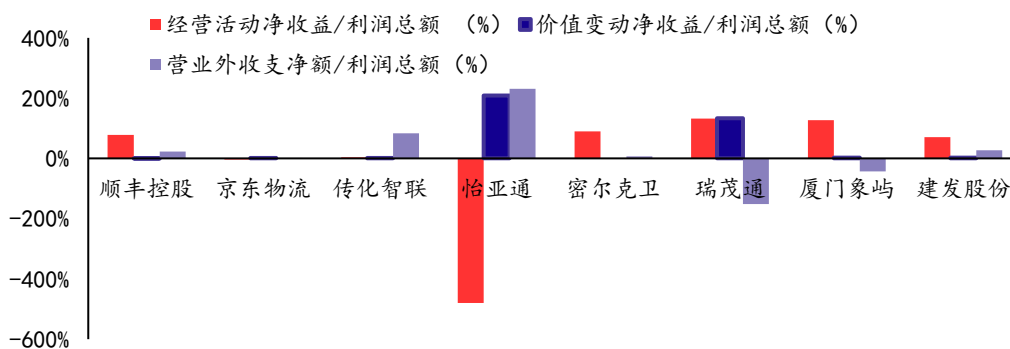
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 16：2020 年供应链管理公司销售成本率、销售期间费用率及成本费用利润率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 17：2020 年供应链管理公司经营活动净收益、价值变动净收益及营业外收支净额占利润总额比例



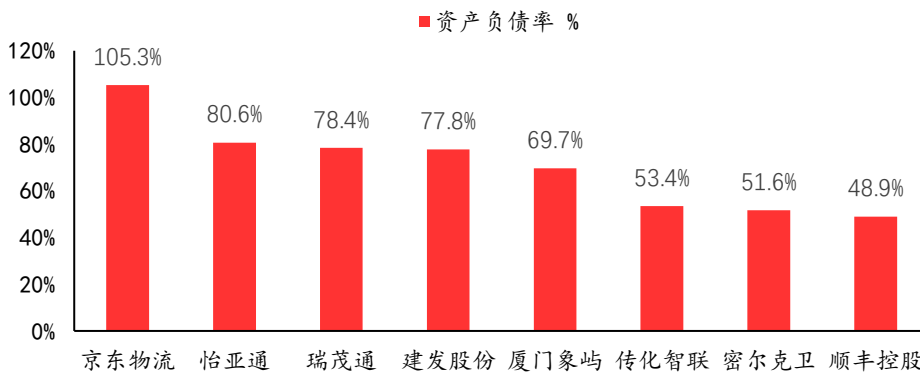
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

除资产收益率外，成本和费用率水平也影响着盈利能力。2020 年，顺丰控股、传化智联、密尔克卫的销售成本率为 90% 以下，成本控制能力在业内相对较优；顺丰控股、传化智联、密尔克卫的期间费用率相对瑞茂通、厦门象屿、建发股份较高，与其科技化费用投入较大有一定的关系。

2、资本结构与偿债能力

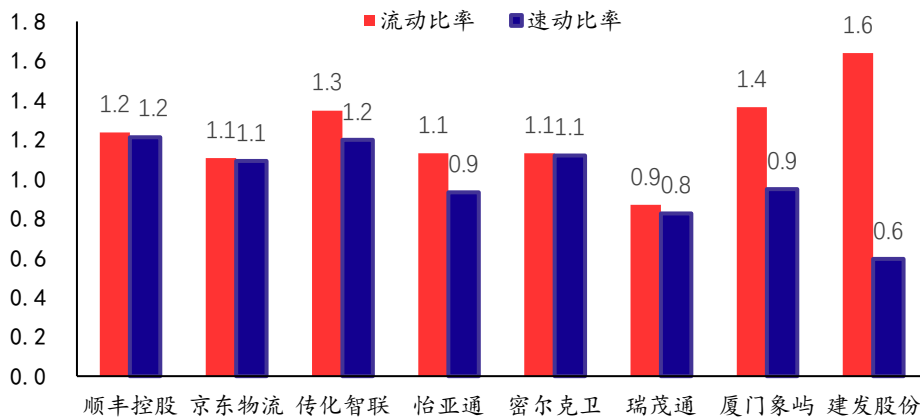
合理的资本结构与充分的偿债能力，是企业能够长期稳定经营的必要条件。从2020年各公司的资产负债率来看，顺丰控股的资产负债率仅为48.9%，在同业中排名最低，传化智联、密尔克卫资产负债率也约为50%，相对较低。而怡亚通、瑞茂通、建发股份、厦门象屿，资产负债率水平则为70%-80%左右较高水平。京东物流资产负债率高达105.3%，京东物流的负债水平较高。

图 18：2020 年供应链管理公司资产负债率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 19：2020 年供应链管理公司流动比率和速动比率



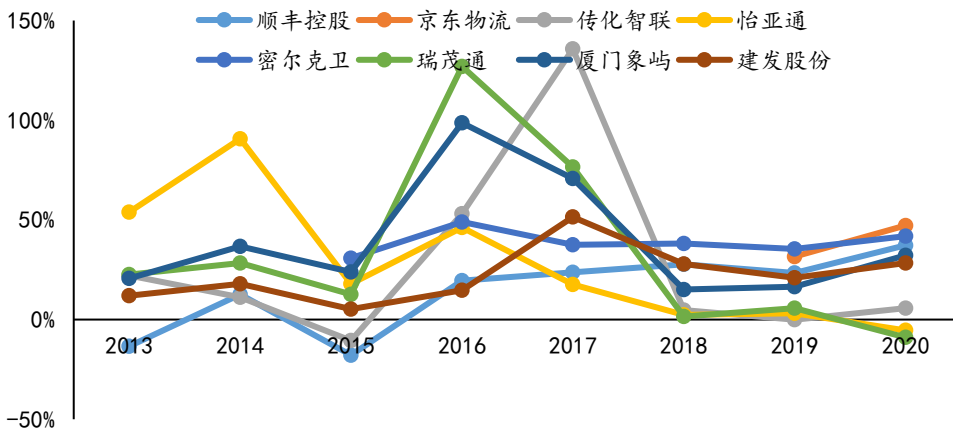
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从短期偿债能力来看，2020年，上述几家供应链管理公司的流动比率基本均大于1，仅瑞茂通为0.87。其中，顺丰控股、传化智联、密尔克卫的速动比率也大于1，优质物流龙头的偿债能力也呈现出较好的水平。

3、成长能力

供应链管理作为近十年来才开始逐步发展的行业，无论是对于转型而来的传统企业，还是上市不久的新兴企业，持续的成长能力是其占据和稳定行业地位、长期高质量发展的关键。营业收入、归母净利润、每股收益等盈利指标增速可以反映企业的成长能力。

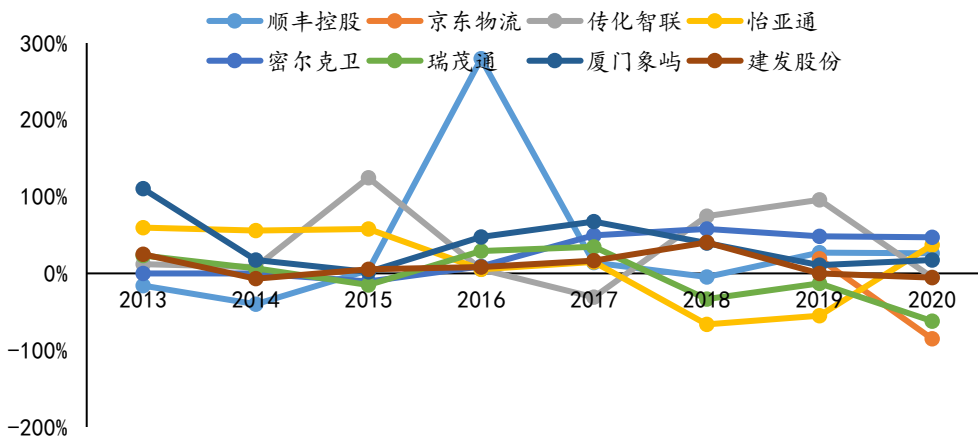
图 20: 供应链行业相关公司 2013-2020 年营业收入同比增长率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从营收、净利润的增速来看, 2020 年, 京东物流 (+47.34%)、密尔克卫 (+41.68%)、顺丰控股 (+37.25%) 的营收增速在业内表现突出, 营收增速近+40%高水平。顺丰控股、密尔克卫的净利润增速也高达 20%以上, 在业内领先。由此可见, 2020 年疫情催化下, 快递物流业、危化品物流业的高增红利为顺丰、密尔克卫带来了业绩的显著增长。建发股份、厦门象屿的营收增速也呈现了+30%的较高水平。怡亚通、瑞茂通营收、利润均同比下降, 其中, 瑞茂通的营收、利润均同比下降。

图 21: 供应链行业相关公司 2013-2020 年净利润增长率 (%)

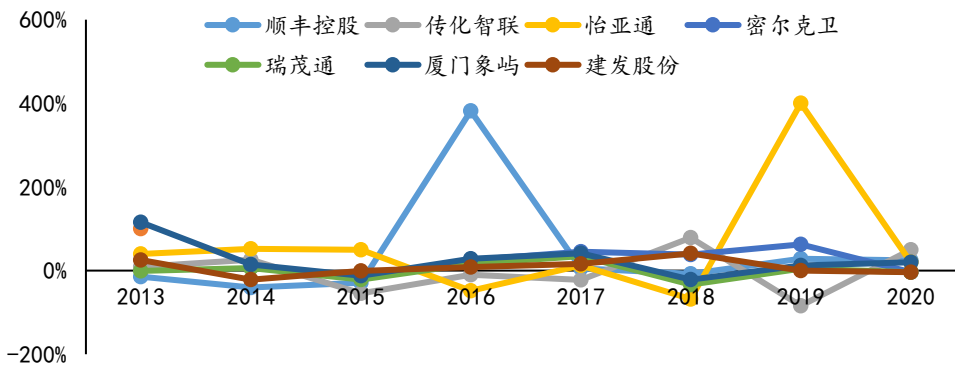


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从每股收益 EPS 的增速来看, 2020 年, 顺丰控股 EPS 同比增长+24.2%, 密尔克卫 EPS 同比增+44.19%, 顺丰、密尔克卫的每股收益增速仍领先行业。厦门象屿 EPS 同比增+20%。怡亚通、瑞茂通 EPS 基数较小, 同比增幅达+50%-60%。

总的来看, 近几年中, 供应链管理行业在我国发展起步, 行业规模呈现出稳定增长的态势, 其中整体成长性最好的公司为顺丰控股、密尔克卫。

图 22: 供应链管理公司 2013-2020 年每股收益同比增长率

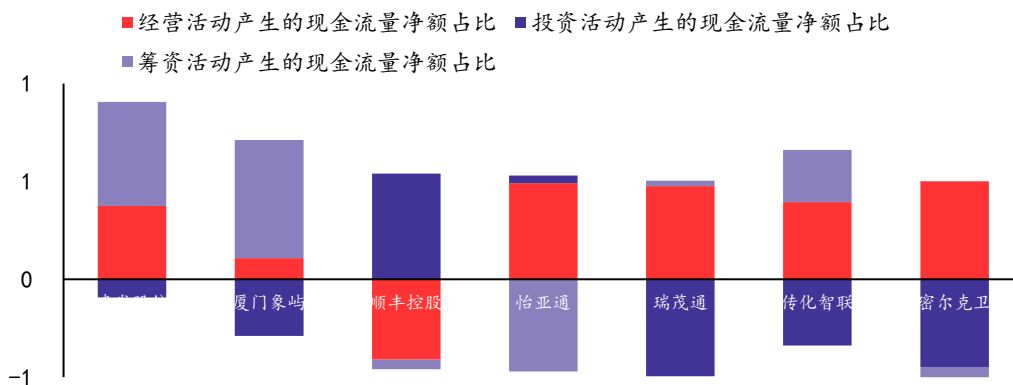


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4、现金流量

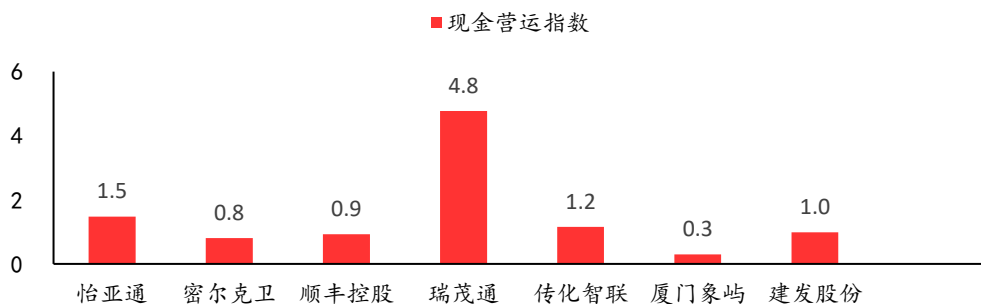
从经营净现金流来看, 2020 年, 上述几家供应链管理公司的经营净现金流均为正, 且对归母净利润的覆盖水平平均达到了 100%或以上。从现金营运指数来看, 2020 年, 上述公司的现金营运指数基本均位于 1 上下。由此可见, 2020 年, 上述供应链管理公司的现金流量基本呈现稳健。

图 23: 供应链管理公司 2020 年经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 24: 供应链管理公司 2020 年现金营运指数

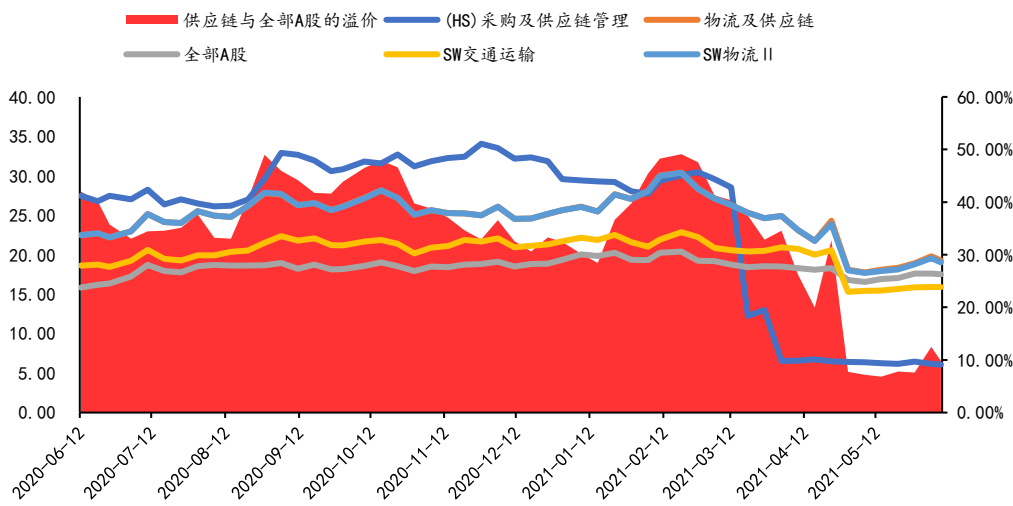


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

（三）不同商业模式供应链公司估值具有差异性

从 2020 年的估值水平来看，供应链物流管理成分指数的估值水平较全部 A 股的估值溢价约为+30%-40%的水平，进入 2021 年后，供应链管理的估值水平较前有所下降，截至目前，估值溢价仅为+10%左右，这与 2021 年我国供应链行业加速发展，相关公司收益水平的提升有一定关系。供应链物流管理与物流板块相比，估值水平相近。

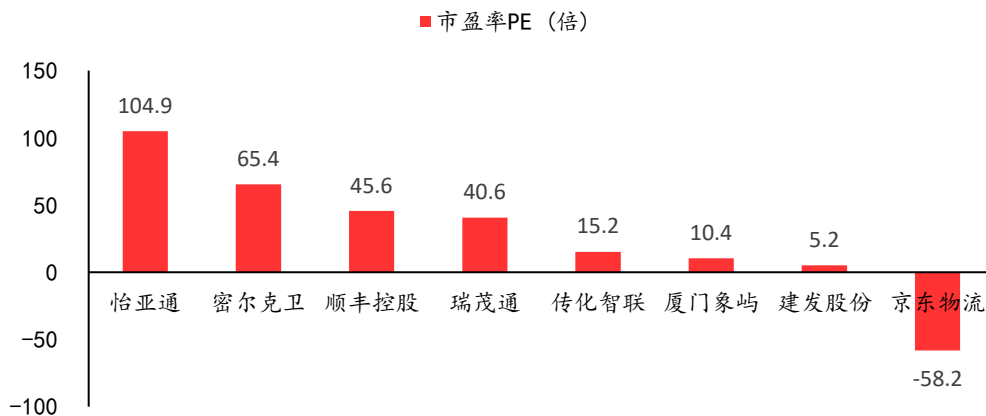
图 25：2020-2021 年供应链管理、（HS）采购及供应链管理、交通运输、物流和全部 A 股的市盈率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

结合各公司的估值水平来看，2020 年，密尔克卫 PE 为 65.4 倍，顺丰控股 PE 为 45.6 倍，两家公司在 2020 年业绩表现较好，市盈率位于相对较高水平，公司所处赛道的高成长性。传化智联 PE 为 15.2，考虑到公司主营网络货运平台业务刚刚位于起步阶段，未来还有很大的发展潜力，业绩规模有望实现显著增长，公司当前股价或存在低估的可能。京东物流的 PE 为负，公司上市后盈利情况的改善有待进一步关注，但以为我们看好公司在综合物流流域的龙头地位，我们对其扭亏的预期保持相对较为乐观的态度。

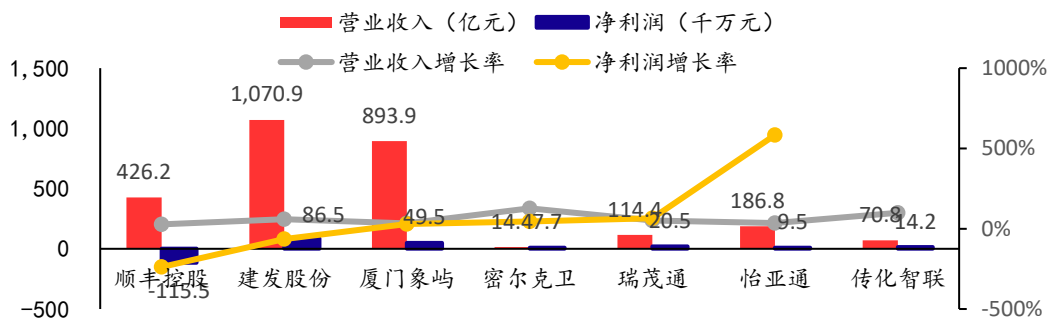
图 26：2020 年供应链管理公司市盈率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

综合 2021 年第一季度的表现，传化智联的营收、净利润呈现出了最为显著的增长，2021 年为数字供应链发展的加速起步之年，我们看好传化智联在 2021 全年的业绩表现。顺丰控股因大规模产能投入带来一季度的亏损，但考虑到其战略规划的合理性，我们认为其综合物流发展的方向在中长期预期向好，随着其产能释放，业绩有望得到显著的改善。

图 27：2021 年 Q1 供应链管理公司营业收入、净利润及同比增长率



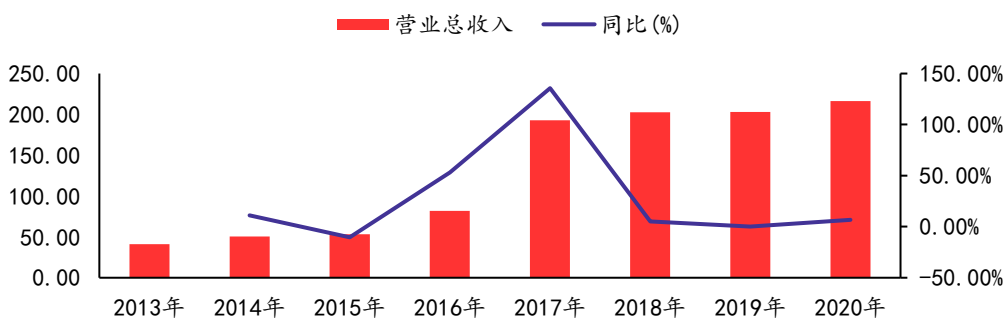
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

五、投资建议

（一）传化智联：公路港网络完备，网络货运融合催化效应彰显

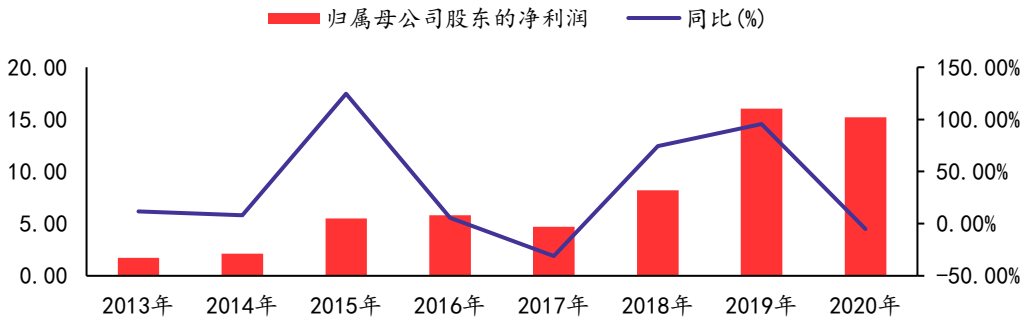
公司逻辑：公路港布局基本完成，网络货物平台业务成为营收主要拉动点，线上线下共助力供应链服务。（1）公司 63 个公路港初步完成全国布局，其在资产配置和时间上积累的优势较长时间内都很难被赶超。截至 2020 年报告期末，全国公路港物业整体出租率 88%，同比增长 1.5 个百分点；公路港入驻企业 9871 家；年车流量达到 4125 万辆，同比增长 34%；港内平台营业额实现 631 亿元，同比增长 28.5%。（2）网络货运、承运平台彼此打通，运力资源得到整合，司机票据结算问题得到解决。2020 年，网络货运平台业务实现营收 67.7 亿元，营收占比达 31.48%，毛利率约 2.5%，日交易量超过 2 万单，平台运营客户超 4000 家，累计运单超 170 万单。（3）全面覆盖储、运、配，拉直供应链实现降本增效。截至 2020 年报告期末，公司仓运配业务服务客户 540 家，全年累计新增 142 家；全国自营仓数量 48 个，同比增长 20%；自营仓年发货件数 6.77 亿件，同比增长 74.5%。

图 28：传化智联营业收入及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 29：传化智联归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

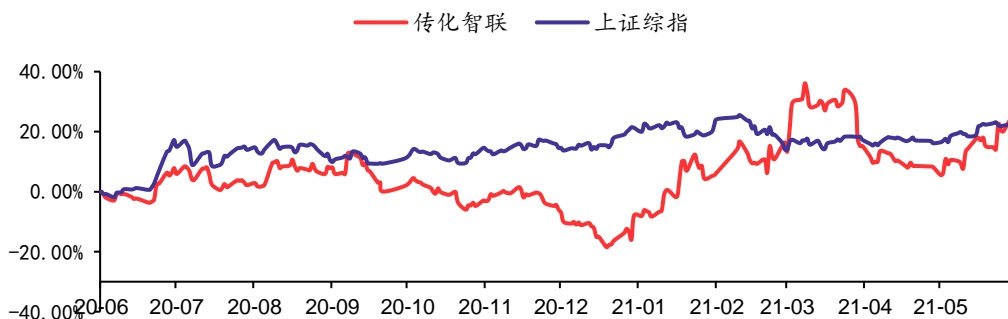
驱动因素：碳中和下新能源货车的应用有望扩大公路港市场空间，政策端支持网络货运平台发展。(1) 碳中和背景下，货车电动化将加速发展，传化的物理网点将是低成本交通工具必不可少的中继服务站点。(2) 国家出台多份文件肯定了网络货运平台代开发票的合法地位，网络货运平台可以代司机合法开具增值税发票，抵扣公司的进项税额，这极大程度上缓解了公司的财税负担，解决公路货运客观需求。

表 8：传化智联关键财务指标及预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	21496.56	29480.38	38510.22	45461.32
增长率	6.72%	37.14%	30.63%	18.05%
毛利率 (%)	12.41%	13.35%	13.28%	13.19%
归属母公司股东的净利润 (百万元)	1521.26	1963.11	2235.24	2428.85
增长率	-5.05%	29.05%	13.86%	8.66%
EPS (元)	0.460	0.594	0.676	0.734
P/E	14.91	11.56	10.15	9.34
P/B	1.51	1.37	1.24	1.12

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 30：传化智联相对表现图

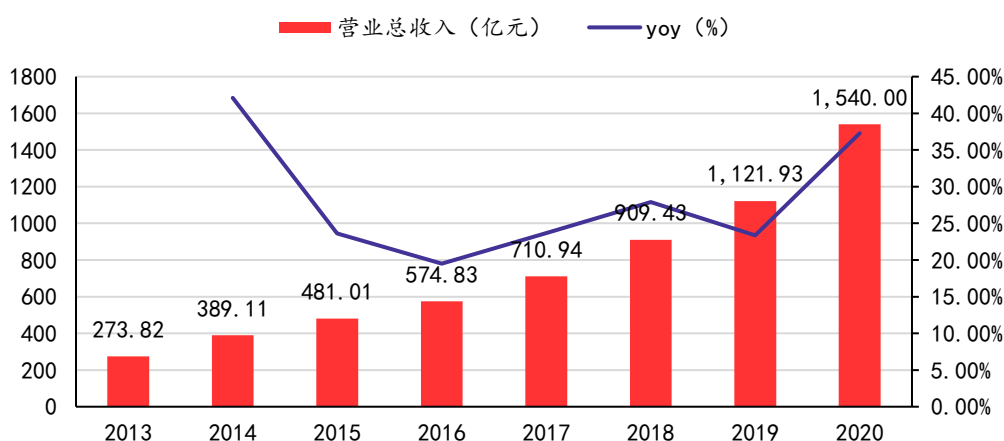


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 顺丰控股：发挥综合物流优势，迈向数字供应链时代

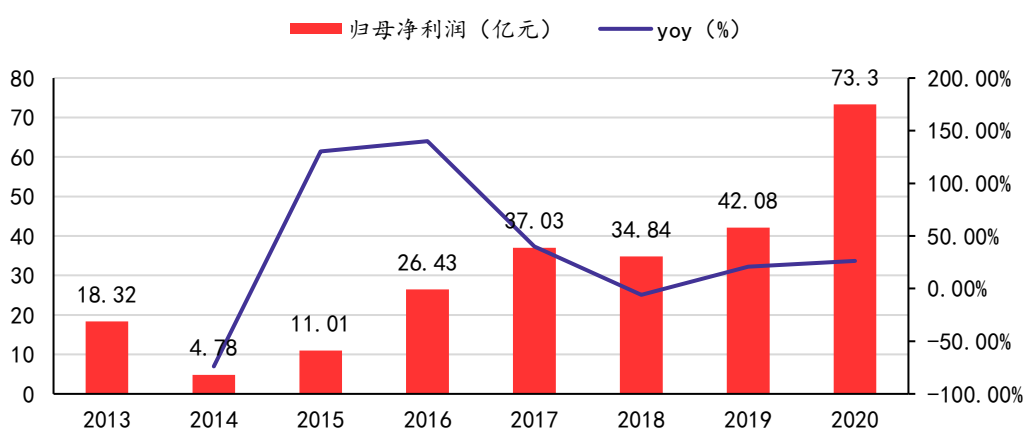
公司逻辑：(1) 顺丰控股是国内领先的快递物流综合服务商，综合物流龙头战略定位愈见明朗。2020年，时效件(43.1%)仍为最主要收入来源，同时经济件(28.7%)及新兴业务(快运12%，冷运4.6%，同城3.9%，国际4.2%，供应链2%)的占比有较为显著的提升。(2) 核心快递业务优势继续。2020年，疫情背景下商条件需求提升，公司时效件业务增速近+20%。同时，特惠专配、“丰网”业务持续发展，“直营+加盟”双网模式下，公司经济件业务增速达+64%。(3) 新兴业务板块加速发展。2020年，在公司“四网融合”的战略目标下，重货业务在实现了盈亏平衡的基础上，经营规模及盈利水平有望经进一步提升。同时，2020年公司收购嘉里物流，嘉里物流并表后，公司跨境货代业务规模将有显著的增加。特别是公司将发展数字供应链作为下一步战略目标，将进一步增强公司的核心竞争力。

图 31：顺丰控股营业收入及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 32：顺丰控股归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

驱动因素：(1) 快递行业依旧表现出较强成长性，预计2021年行业增速约25%-35%。2021年4月快递行业件量增速为30.8%。2021年，疫情催化下的线上消费、直播带货、电商扶贫等新增因素驱动加速，快递业仍将具有较好成长性。(2) 浙江地区出台价格保护政策，快递板块

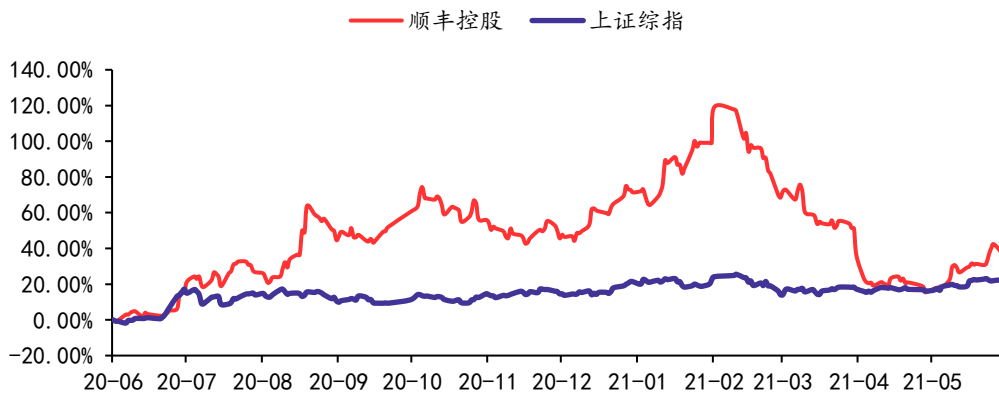
收益预期改善。4月，价格保护政策开始实行并向全国推广。快递行业的竞争环境较前有所改善，收益水平或较近期低位有所提高。(3) 快递行业面临新竞争格局，顺丰具备较大优势。2021年初至今，极兔的影响弱化，但二线基本出清、一线继续出清的趋势并未改变。从竞争格局来看，当前市场集中度立于80%，形成相对稳态，“以价换量”带来的增量空间见顶，顺丰在份额竞争中，较通达系有更大优势。

表 9：顺丰控股关键财务指标及预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	153986.87	197534.36	250295.78	308339.38
（增长率）	(37.25%)	(28.28%)	(26.71%)	(23.19%)
毛利率（%）	16.35%	13.71%	14.65%	14.85%
归属母公司股东的净利润（百万元）	7326.08	5234.48	8500.82	10961.83
（增长率）	(26.39%)	(-28.55%)	(62.40%)	(28.95%)
EPS（元）	1.608	1.149	1.866	2.406
P/E	44.71	62.57	38.53	29.88

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 33：顺丰控股相对表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

六、风险提示

物流需求不及预期的风险，物流数字化进程不及预期产生的风险，新冠疫苗接种进度不及预期的风险，交通运输政策变化产生的风险，网络货运平台政策变化的风险。

图目录

图 1: 2015-2025E 中国物流总支出及渗透率.....	3
图 2: 美国社会物流成本用占 GDP 占比 (%).....	3
图 3: 2015-2025E 中国外包物流支出及渗透率.....	4
图 4: 2015-2025E 中国一体化供应链支出及渗透率.....	4
图 5: 供应链构成示意图.....	5
图 6: 供应链相关环节示意图.....	6
图 7: 物流与供应链发展演变进程示意图.....	6
图 8: 顺丰控股数字供应链示意图.....	9
图 9: 菜鸟网络家电行业供应链示意图.....	9
图 10: 网络货运平台分类.....	10
图 11: 传化智联网络货运平台示意图.....	11
图 12: 2009-2020 年链管理行业营业收入及增长率.....	12
图 13: 2009-2020 年链管理行业净利润及增长率.....	12
图 14: 2009-2018 年供应链管理、(HS) 采购及供应链管理、交通运输、物流和全部 A 股营业收入增长率.....	13
图 15: 2020 年供应链管理公司营业收入和毛利率.....	14
图 16: 2020 年供应链管理公司销售成本率、销售期间费用率及成本费用利润率.....	15
图 17: 2020 年供应链管理公司经营活动净收益、价值变动净收益及营业外收支净额占利润总额比例.....	15
图 18: 2020 年供应链管理公司资产负债率 (%).....	16
图 19: 2020 年供应链管理公司流动比率和速动比率.....	16
图 20: 供应链行业相关公司 2013-2020 年营业收入同比增长率 (%).....	17
图 21: 供应链行业相关公司 2013-2020 年净利润增长率 (%).....	17
图 22: 供应链管理公司 2013-2020 年每股收益同比增长率.....	18
图 23: 供应链管理公司 2020 年经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额占比.....	18
图 24: 供应链管理公司 2020 年现金营运指数.....	18
图 25: 2020-2021 年供应链管理、(HS) 采购及供应链管理、交通运输、物流和全部 A 股的市盈率及供应链与全部 A 股.....	19
图 26: 2020 年供应链管理公司市盈率.....	19
图 27: 2021 年 Q1 供应链管理公司营业收入、净利润及同比增长率.....	20
图 28: 传化智联营业收入及同比增速.....	20
图 29: 传化智联归母净利润及同比增速.....	21
图 30: 传化智联相对表现图.....	21
图 31: 顺丰控股营业收入及同比增速.....	22
图 32: 顺丰控股归母净利润及同比增速.....	22
图 33: 顺丰控股相对表现图.....	23



表目录

表 1: 货主企业与物流企业的痛点	4
表 2: 供应链服务企业按服务行业类型分类	7
表 3: 供应链服务企业按商业模式分类	8
表 4: 网络货运业务涉税政策梳理	11
表 5: 供应链管理企业业务范围 (2020 年)	13
表 6: 供应链管理行业公司分类	14
表 7: 2020 年供应链管理公司杜邦分析指标	15
表 8: 传化智联关键财务指标及预测	21
表 9: 顺丰控股关键财务指标及预测	23

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王靖添，交通运输行业分析师，北京大学理学硕士。曾就职于中国交通运输部规划研究院，担任高级工程师、主任工程师。2018年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业投资研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn