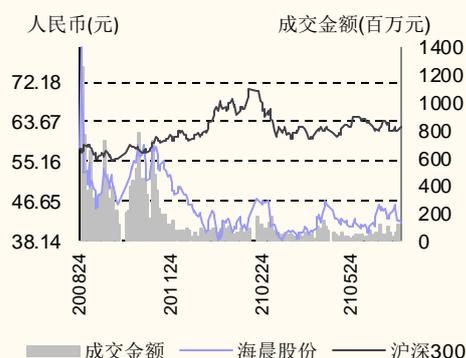


## 海晨股份 (300873.SZ) 买入 (首次评级)

## 公司深度研究

市场价格 (人民币):	42.20 元
目标价格 (人民币):	60.63 元
总股本(亿股)	1.33
已上市流通 A 股(亿股)	0.33
总市值(亿元)	56.27
年内股价最高最低(元)	79.57/38.14
沪深 300 指数	5142
创业板指	3515



## 供应链物流隐形冠军，数字化赋能国产替代

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	920	1,074	1,416	1,804	2,279
营业收入增长率	13.97%	16.68%	31.83%	27.44%	26.34%
归母净利润(百万元)	128	195	270	346	442
归母净利润增长率	61.50%	51.65%	38.39%	28.24%	27.95%
摊薄每股收益(元)	1.284	1.461	2.021	2.592	3.317
每股经营性现金流净额	1.42	1.52	2.45	3.44	3.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.78%	11.04%	13.61%	15.32%	16.94%
P/E	N/A	29.21	20.88	16.28	12.72
P/B	N/A	3.22	2.84	2.49	2.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 公司是国内综合供应链服务隐形冠军，深耕消费电子及新能源汽车领域。公司成立于 2011 年，2020 年 8 月于深交所创业板上市，致力于为消费电子、新能源汽车等领域客户提供集运输、仓储、关务和其他增值服务为一体的综合供应链物流解决方案。2020 年公司营收、归母净利润分别为 10.74 亿元、1.95 亿元，同比增长 17%、52%。
- 行业高增速叠加国产替代需求，推动我国供应链物流服务商集中度提升。经济向高质量转型升级，高端制造业发展势不可当，高品质、定制化物流需求提升。灼识咨询预计我国一体化综合供应链物流支出至 2025 年将达 3.2 万亿元，2020-2025 年 CAGR 达 9.5%，其中 3C 电子和汽车行业成为供应链服务垂直领域中市场增长较大的行业。高性价比、快速响应、本土化优势带来国产替代机遇，推动我国供应链物流服务商集中度提升。
- 拓宽现有客户合作范围，挖掘跨行业客户，业绩增量可期。公司通过全套数字化软件+智能化硬件，实现精益化供应链服务，通过“小前台、大中台、轻后台”管理理念，助力管理效率提升。公司积累 2200 多家优质客户（含世界 500 强企业），超过 50% 客户合作时间超过 5 年。公司逐步扩大与联想的合作范围，2017 年起公司与理想汽车协同创业，新能源汽车业务营收从 0 增至 2020 年的 3265 万元，形成二大板块的双轮驱动。公司 IPO 募资建设合肥智慧物流基地、自动化仓库、研发中心，增强发展动能。
- 对标全球领先的综合物流服务商 DB Schenker，具备做大做强潜质。两者供应链解决方案、陆运服务业务相似性高，DB Schenker 与客户共同成长，通过外延并购打开新市场，逐步拓宽客户领域，对海晨具有借鉴意义。

## 投资建议

- 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.70 亿元、3.46 亿元、4.42 亿元，同比增长 38.39%、28.24%、27.95%，EPS 分别为 2.02 元、2.59 元、3.32 元。考虑到公司为专业电子、新能源汽车供应链物流服务商，业绩维持高增长，给予 30 倍 PE 估值，对应 2021 年目标价 60.63 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 客户集中度过高风险、人民币汇率波动风险、限售股解禁风险。

郑树明 分析师 SAC 执业编号: S1130521040001  
zhengshuming@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、国内综合供应链物流龙头，引领数字科技供应链发展.....	4
1.1 十年厚积薄发，致力消费电子、新能源汽车供应链解决方案.....	4
1.2 物流与制造深入联动，赋能客户实现降本增效.....	5
1.3 业绩高速增长，盈利能力高于可比公司.....	6
二、万亿市场增速强劲，国产替代加速集中度提升.....	8
2.1 高端制造崛起+政策支持双擎驱动，综合供应链服务市场空间广阔.....	8
2.2 第四方物流（4PL）是物流服务需求热点，国产化机遇来临.....	9
2.3 消费电子、新能源汽车赛道优质，全链路供应链管理实现“零库存”.....	11
三、3PL 业务壁垒渐成，向 4PL 服务隐形冠军进发.....	13
3.1 货运代理服务：从运输拓展至关代、国际货代、场站业务.....	13
3.2 仓储服务：多元化智慧仓储实现“零库存”.....	14
3.3 技术与理念：科技赋能精益化解决方案，先进理念武装营运管理.....	15
3.4 服务网络：覆盖下游产业聚集区，获 AEO 高级认证提升全球服务能力.....	16
四、与联想集团、理想汽车的合作历程显示超强获客能力.....	17
4.1 多年积淀，优质客户忠诚度高.....	17
4.2 与联想集团合作，证明公司具备高客户粘性.....	18
4.3 与理想汽车合作，证明公司具备跨行业业务拓展能力.....	19
五、对标 DB Schenker，公司具备做大做强潜质.....	20
六、盈利预测与投资建议.....	22
6.1 盈利预测.....	22
6.2 相对估值分析.....	23
七、风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1：公司股权架构（截至 2020 年 12 月 31 日）.....	4
图表 2：公司发展历程.....	4
图表 3：2020 年公司主营收入构成（按产品）.....	4
图表 4：公司主营业务内容（按产品）.....	4
图表 5：2020 年公司主营收入构成（按行业）.....	5
图表 6：2020 年公司主营收入构成（按地区）.....	5
图表 7：公司主要业务覆盖地区.....	5
图表 8：公司消费电子领域产品全景图.....	6
图表 9：公司 4PL 运营平台 SCCT 示意图.....	6
图表 10：新能源汽车领域产品布局.....	6
图表 11：2016-1Q2021 公司营收及增速.....	7
图表 12：2016-1Q2021 公司归母净利润及增速.....	7
图表 13：2016-1Q2021 可比公司毛利率情况.....	7

图表 14: 2016-1Q2021 可比公司净利率情况.....	7
图表 15: 2020 年公司各产品毛利率对比.....	8
图表 16: 2017-1Q2021 公司经营活动现金流情况.....	8
图表 17: 2018-2025 年中国外包物流市场空间.....	9
图表 18: 我国现代物流行业主要参与者.....	9
图表 19: 2018-2025 年中国供应链物流市场空间.....	9
图表 20: 2018-2025 年中国供应链物流支出渗透率.....	9
图表 21: 综合供应链管理服务商 (4PL) 与传统合同物流企业 (3PL) 对比.....	10
图表 22: 传统合同物流企业的核心竞争力及短板.....	10
图表 23: 2020 年合同物流营收前十名榜单.....	10
图表 24: 中国综合供应链物流服务商前十名 (截至 2020 年底) .....	11
图表 25: 按垂直领域划分的供应链物流服务市场规模及增长率.....	11
图表 26: 公司以外消费电子领域供应链物流本土服务商.....	12
图表 27: 2018-2025 年中国新能源汽车市场销量规模.....	12
图表 28: 汽车产业供应链.....	13
图表 29: 2017-2019 年公司场站服务收入及增速.....	14
图表 30: 公司不同仓储服务模式收入金额 (万元) .....	14
图表 31: 公司不同仓储服务模式收入比例比较.....	14
图表 32: 公司 IPO 募投项目 .....	15
图表 33: 中国电子信息产业布局.....	16
图表 34: AEO 制度益处.....	17
图表 35: 2020H1 前五大客户营收占比情况.....	17
图表 36: 2020 年全球 PC 市场份额 (按出货量) .....	18
图表 37: 公司向联想集团销售金额.....	18
图表 38: 公司与联想集团合作历程.....	18
图表 39: 公司在联想集团招投标中的主要竞争对手.....	18
图表 40: 公司与联宝科技的合作概况.....	19
图表 41: 理想汽车销售量提升情况.....	19
图表 42: 2020 年新能源 SUV 销量排名.....	19
图表 43: 公司与理想汽车协同创业过程.....	20
图表 44: 新能源汽车入厂物流.....	20
图表 45: Milk-run 循环取货.....	20
图表 46: 2016-2020 年 DB Schenker 营业收入情况.....	21
图表 47: 2020 年 DB Schenker 营收构成 (按产品) .....	21
图表 48: 公司与 DB Schenker 在供应链物流、陆运服务业务逻辑相似.....	21
图表 49: DB Schenker 的产品体系.....	22
图表 50: DB Schenker 的行业解决方案.....	22
图表 51: 海晨股份收入拆分.....	22
图表 52: 相对估值分析.....	23

## 一、国内综合供应链物流龙头，引领数字科技供应链发展

### 1.1 十年厚积薄发，致力消费电子、新能源汽车供应链解决方案

- **深耕十载，厚积薄发。**公司成立于2011年，控股股东为梁晨女士，实际控制人为梁晨及其子杨曦，2020年8月于深交所创业板上市，致力于为消费电子、新能源汽车等领域客户提供集运输、仓储、关务和其他增值服务为一体的综合供应链物流解决方案。

图表 1：公司股权架构（截至 2020 年 12 月 31 日）



来源：公司公告，国金证券研究所

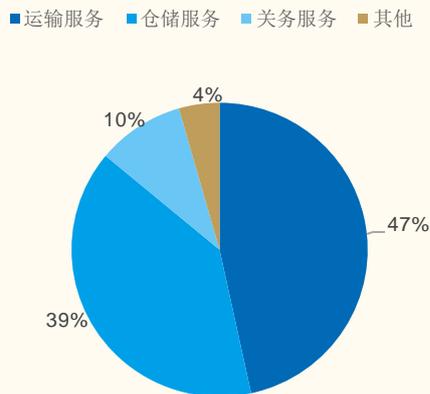
图表 2：公司发展历程

2011年	公司成立，完成华东、华南、西南业务布局
2012年	智能仓储战略启动，合肥自动化仓储上线；泰国子公司成立
2014年	香港元朗1号跨境中转仓投入使用
2015年	成立武汉子公司，实现华中区域布局
2016年	完成股份制改造
2017年	切入售后供应链服务领域
2018年	德国子公司、越南办事处成立；香港元朗2号恒温恒湿仓投入使用
2019年	岳阳子公司成立
2020年	首次公开发行股票并在创业板上市；越南子公司成立

来源：公司官网，国金证券研究所

- **按产品来看，公司业务以货运代理、仓储服务为主。**公司以货运代理业务为综合物流业务的发展载体，由此吸引客户资源并逐步将服务延伸至仓储及其他综合物流业务。2020年运输服务营收占比47%，仓储服务占比39%。

图表 3：2020 年公司主营收入构成（按产品）



来源：公司公告，国金证券研究所

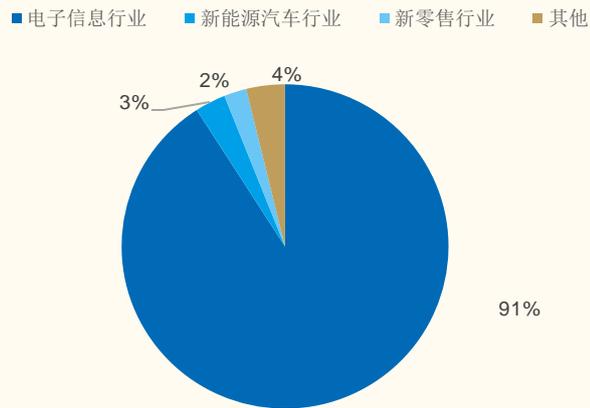
图表 4：公司主营业务内容（按产品）

分类	业务内容
综合物流服务	货运代理 公司以覆盖范围广泛的物流网络为基础，科学规划运送路线和时间，并合理调度车辆及人员，满足客户对产品物流服务准确性、准时性和安全性的要求，并向客户提供进出特殊监管区域所需的关务服务、国际货代服务。
	仓储服务 公司以自建仓库和租赁仓库方式开展仓储服务业务，通过规范的仓库管理能力、先进的仓库管理系统、高效的仓库作业能力以及覆盖全国的仓储服务网络，为客户提供便捷、高效的仓储服务。
场站业务	在特殊监管区域内对进出区货物、车辆进行监管、对查验货物进行装卸作业等。

来源：公司公告，国金证券研究所

- **按行业来看，公司消费电子领域业务占营收大头，向新能源汽车行业进军。**消费电子综合供应链解决方案是公司核心业务，2020年营收占比达91%，已与联想、美团、康宁、索尼等国际知名厂商建立稳定合作关系；2017年公司进军新能源汽车领域，与理想汽车达成合作并持续拓展服务范围，2020年新能源汽车行业营收占比达到3%，较上年增长2.28个百分点。

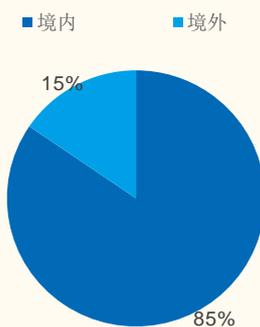
图表 5：2020 年公司主营收入构成（按行业）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 网点覆盖国内电子行业聚集地，提供全球范围的供应链管理服务。2020 年，公司境内业务占营收比重为 85%，境外业务占比为 15%。公司服务网络覆盖中国电子行业集群的江苏、上海、广东、四川、安徽、香港等地区，并在泰国、越南、德国等国分别设立子公司，为客户提供境内、境外协调配套的供应链全流程管理服务。

图表 6：2020 年公司主营收入构成（按地区）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司主要业务覆盖地区

主要业务	覆盖广度
物流运输干线和配送网络	已覆盖华东、华南、华中、西南等主要省市和香港、泰国、越南等海外地区
仓储服务网点	网点覆盖华东、华南、华中、西南、香港、越南、泰国、德国等区域，经营仓储面积超过 38 万平方米
通关网络	覆盖全国主要口岸、特殊监管区、主要电子制造基地及香港、泰国、越南、德国等海外国家和地区

来源：公司官网，国金证券研究所

## 1.2 物流与制造深入联动，赋能客户实现降本增效

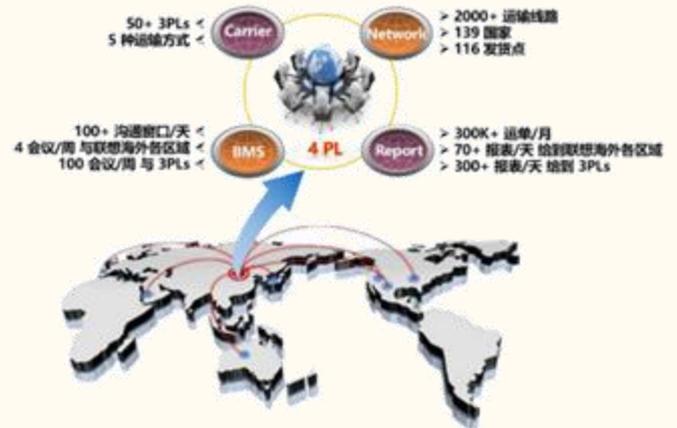
- 消费电子领域，公司解决方案贯穿客户生产前、中、后全流程。生产前，提供海外料件集结、跨境运输及通关服务、国内门到门运输服务，业务占比约 12%；生产中，提供 VMI 仓储、工单配料、产品下线管理等一站式生产支持服务，业务占比约 36%；生产后，提供成品出口集拼、成品运输配送、全球售后备品备件管理等服务，业务占比约 43%；公司为联想等大客户提供多语种、全时段的 4PL 平台运营，实现全球物流监控、管理。

图表 8：公司消费电子领域产品全景图



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：公司 4PL 运营平台 SCCT 示意图



来源：公司官网，国金证券研究所

- **新能源汽车领域，公司主要提供入厂物流及循环取货服务。**通过入厂物流服务，实现汽车零部件的经济、高效供给；通过 Milk-Run 循环取货，实现供应节奏与生产节拍同步，削减采购周期及库存水平，降低资金占用及物流成本。

图表 10：新能源汽车领域产品布局

### 新能源汽车入厂物流（业务占比3%）

#### 入厂物流：

基于标准化的生产计划和物流需求，组织投入最经济的入厂物流设备和人工，实现高效生产支持。

公司为理想汽车提供：

- (1) 总装和焊装车间零部件存储、一站式上线服务；
- (2) 售后仓分拣配送业务；
- (3) 作业流程信息化与主机厂无缝集成。

#### Milk-run 循环取货：

根据需求方物流时间表规定的时间、路线对多家供应商进行混合装载的运输，以实现多频次、小批量的平准化订单供货。

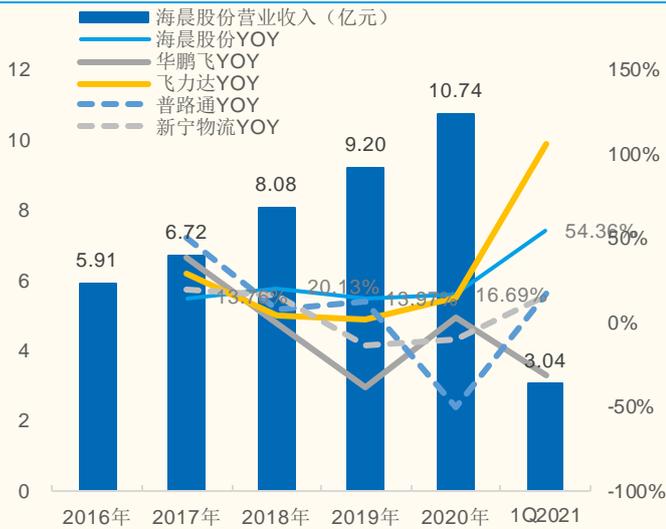
理想汽车 Milk-run 一期项目是以常州工厂为中心，覆盖 300km 范围城际运输循环取货服务。

来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.3 业绩高速增长，盈利能力高于可比公司

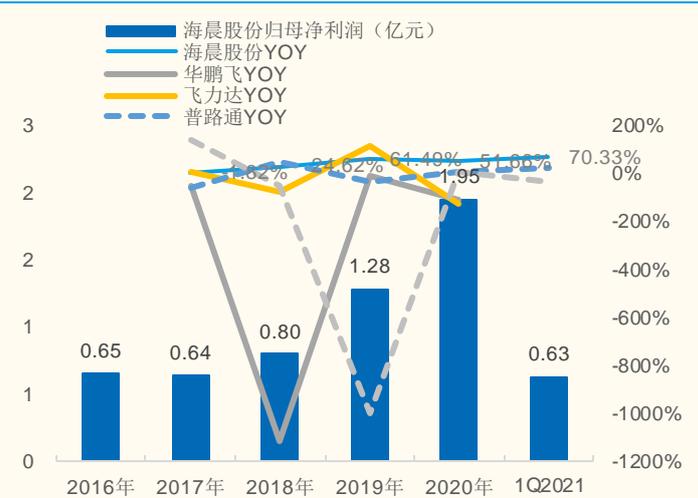
- **2020 年公司营收、归母净利润逆势高增长，近年业绩增速高于可比公司平均水平。**受益于公司云视讯平台管理模式、管理层前瞻性部署及地方政府支持，在新冠疫情中公司是少数从春节即可正常运营的物流企业，叠加疫情带动电子消费品需求爆发及新能源汽车行业快速发展，2020 年公司营收达到 10.74 亿元，同比增长 17%，归母净利润达到 1.95 亿元，同比增长 52%。2021 年一季度，公司营收及归母净利润分别达到 3.04 亿元、0.63 亿元，同比增长 54.36%、70.33%。对比可比公司华鹏飞、飞力达、普路通、新宁物流营收及归母净利润增速，公司业绩增速快，体现公司管理体系成熟完善，产品力、服务力稳定且优质。

图表 11: 2016-1Q2021 公司营收及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

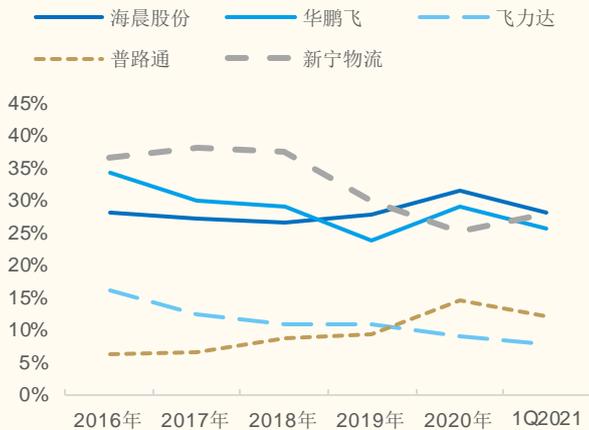
图表 12: 2016-1Q2021 公司归母净利润及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

- 公司毛利率、净利率稳中有升，盈利能力领先同行。2020年，公司毛利率达31%，净利率达19%，均显著高于可比公司。主要原因为：(1) 公司聚焦数字化运营管理体系建设，运营模式集约化，流程管理模块化，实现降本增效；(2) 公司产品结构合理，高毛利仓储服务产品、关务服务产品营收占比高达49%，显著高于同行。

图表 13: 2016-1Q2021 可比公司毛利率情况



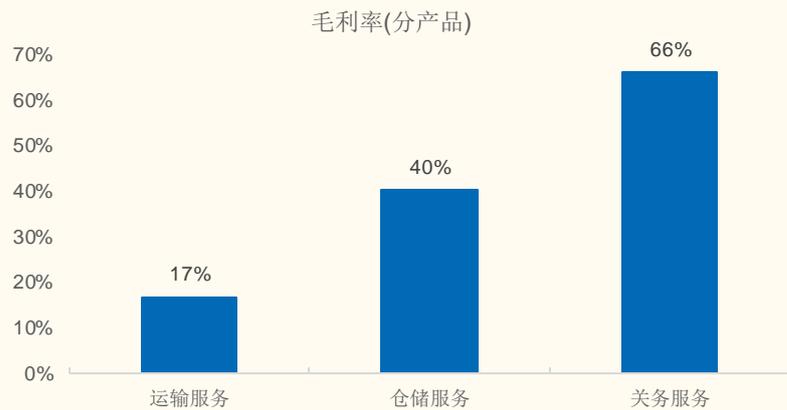
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 2016-1Q2021 可比公司净利率情况



来源: Wind, 国金证券研究所 注: 华鹏飞 Q12021 收到中邮速递仲裁款致净利率高。

图表 15: 2020 年公司各产品毛利率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **公司现金流稳健、偿债能力优秀, 业务扩张有保障。**公司合同采用分阶段执行模式, 保证经营现金净流量稳健增长, 2020 年达到 2.03 亿元, 同比增加 38%, 2021 年一季度达到 8149.65 万元, 同比增长 352%。2017-2020 年经营活动现金流量净额复合增速达 18%。

图表 16: 2017-1Q2021 公司经营活动现金流情况



来源: Wind, 国金证券研究所

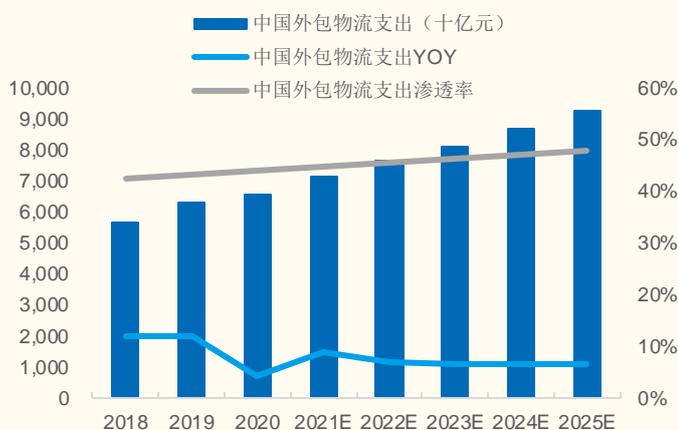
## 二、万亿市场增速强劲, 国产替代加速集中度提升

### 2.1 高端制造崛起+政策支持双擎驱动, 综合供应链服务市场空间广阔

- **经济向高质量转型升级, 高端制造业发展势不可当。**高端制造业具有高技术含量、高附加值、决定产业链综合竞争力三大特征, 包括关键基础零部件和基础制造装备、重大智能制造装备、节能和新能源汽车等重点方向。党的十九届五中全会强调, “要坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国”。高端制造和智能制造作为我国经济发展的着力点, 首要任务是提升产业链、供应链现代化水平, 锻造产业链供应链长板。
- **我国是全球最大物流市场。**我国作为世界增长最快的经济体, 制造业产业链齐全、电商市场发达, 推动物流市场稳定增长。根据灼识咨询, 2020-2025 年中国外包物流支出年复合增速达 7.3%。当前我国物流市场参与者主要可分为国有背景物流企业、外资物流企业、生产商商贸流通企业下属物

流企业、新型现代物流企业四类，各类厂商因自身资源、定位不同，各具独特竞争优势。

图表 17: 2018-2025 年中国外包物流市场空间



来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

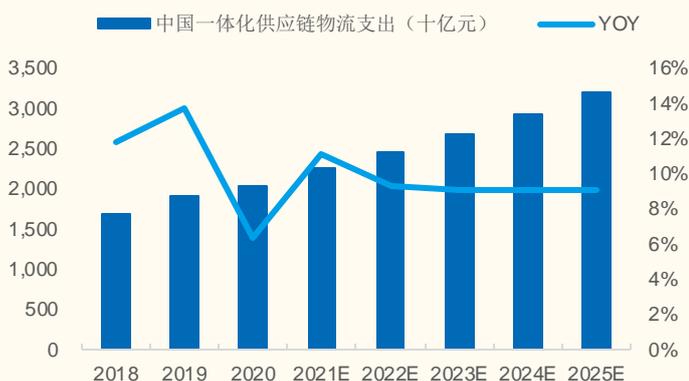
图表 18: 我国现代物流行业主要参与者

项目	国有背景物流企业	外资物流企业	生产商商贸企业下属物流企业	新型现代物流企业
参与者	中外运股份有限公司、中远海运物流有限公司、华贸物流等	敦豪物流、德国辛克物流、CEVA、UPS、亚致力等	安吉物流、一汽物流、安泰达物流、安得智联科技、青岛日日顺物流等	海晨股份、飞力达、新宁物流、华鹏飞、原尚物流、嘉诚国际、密尔克卫、长久物流等
优势	拥有较强的资金实力; 物流资产丰富、物流服务网络更为全面	拥有丰富的海外物流经验和发达的全球物流网络; 丰富的管理和技术经验	主要为股东或内部客户提供服务; 资金实力较为雄厚	具有灵活的机制和较强的适应性, 服务能力, 专注于特定行业

来源: 公司公告, 国金证券研究所

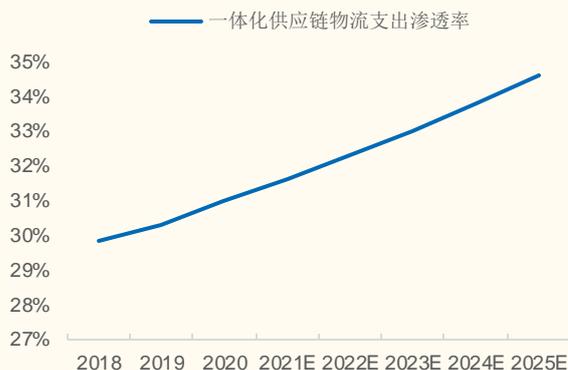
- 我国政府鼓励综合供应链物流发展，出台一系列扶持政策。高质量发展是“十四五”乃至更长时期我国经济社会发展的主题，物流业降本增效对我国制造业高质量发展具有积极作用。2020 年，我国发改委等 14 部门联合发布《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》，提出到 2025 年，物流业在促进我国实体经济降本增效、供应链协同、制造业高质量发展等方面作用显著增强的发展目标，推动制造业企业与第三方物流密切合作，加快发展高品质、定制化物流。
- 至 2025 年我国综合供应链物流服务市场将达三万亿。受益于制造业高质量发展需求及政策扶持，灼识咨询预测 2020-2025 年我国一体化的供应链物流支出规模复合增速将达 9.5%，至 2025 年达到 3.2 万亿元。我国供应链物流支出渗透率也将持续提升，预计 2025 年达到 34.6%。

图表 19: 2018-2025 年中国供应链物流市场空间



来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

图表 20: 2018-2025 年中国供应链物流支出渗透率



来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

## 2.2 第四方物流 (4PL) 是物流服务需求热点，国产化机遇来临

- 物流提供商可分为四类，第四方物流 (4PL) 凭借供应链全流程管理能力成需求热点。1PL、2PL 厂商不为客户提供物流组织管理服务，仅提供运输服务；3PL 厂商可提供运输/配送、仓储、货代、报关等服务，但解决方案仅停留在各个物流环节，对库存、客户体验等供应链关键信息的把握较弱；公司等具备 4PL 服务能力的综合供应链物流服务商，通过数字化管理手段为企业提供基于供应链全盘实时数据的综合解决方案，包括库存计划、

采购策略、物流策略、绩效评估、项目管理、咨询服务等，成为制造企业提升供应链效率的需求热点。

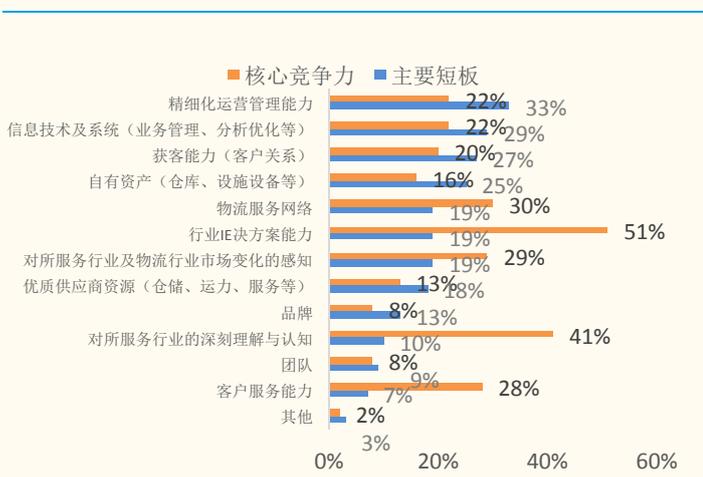
图表 21：综合供应链管理服务商（4PL）与传统合同物流企业（3PL）对比

类别	服务内容	特点
1PL	企业自行组织物流管理	企业利用自有资产解决物流需求
2PL		非合同物流
3PL	运输、货代、仓储、配送等基础物流服务	以单笔交易形式雇佣专注某些物流环节的 3PL
	某一或某些物流服务外包管理	以长期合同形式外包某个或某些物流环节给到 3PL
4PL	物流管理集成	以长期合同形式外包整个物流环节给到 3PL
	供应链管理集成	以长期合同形式外包整个供应链流程给到 4PL

来源：国金证券研究所

- **4PL 供应链解决方案服务商稀缺，数字化能力是取胜关键。**当前我国具有多行业综合解决方案能力的 4PL 供应链管理服务商稀缺，供应链各环节服务主要由大量传统 3PL 合同物流企业承担，这些企业已在特定行业积累丰富经验，但较低的数字化、智能化能力成为提升供应链管理能力的掣肘，在供应链一体化的趋势下难以满足客户需求。根据罗戈研究对合同物流企业的调查，有 40% 的合同物流厂商认为数字化是物流企业的“基础设施”和“有力工具”，39% 的厂商认为数字化是物流企业未来发展趋势。数字化能力成为行业 Know-How，是 4PL 供应链集成管理服务商的核心竞争力。

图表 22：传统合同物流企业的核心竞争力及短板



来源：罗戈研究，国金证券研究所

图表 23：2020 年合同物流营收前十名榜单

排名	企业名称	主营行业	营业收入（亿元）
1	安吉物流	汽车	240.83
2	京东物流	家电、快消、医药	234.74
3	外运股份	快消、工程、机械	202.30
4	一汽物流	汽车	129.00
5	日日顺	家电	104.50
6	准时达	电子	94.20
7	安得智联	家电、3C	85.00
8	中邮供应链	综合	81.10
9	苏宁物流	家电、家居	80.17
10	中都物流	汽车	72.00

来源：运联智库，国金证券研究所 注：统计区间为各公司 2019.1.1 到 2019.12.31 合同物流业务营收

- **国产替代迫在眉睫，内生外延加速市场集中度提升。**在日益复杂的国际形势下，国内高端制造厂商供应链国产化需求迫切，供应商切换打破国际供应链服务龙头多年客户积累的壁垒，为国内供应链服务商带来新客户开拓机遇。随着本土厂商内生数字化技术应用能力提升，叠加外延并购加深跨行业理解，中国的供应链管理厂商的服务能力将追上甚至赶超国际龙头，利用本土化的人才、网点优势，以及较高性价比实现供应链物流服务国产替代。2020 年中国供应链管理前十大厂商市占率合计为 9%，较 2019 年 7.9% 有所提升。

图表 24：中国综合供应链物流服务商前十名（截至 2020 年底）

2020 年中国一体化供应链物流服务商排名					
排名	公司名称	上市状态	仓库面积 (百万平方米)	收入 (人民币十亿元)	市场份额
1	京东物流	否	21	55.6	2.7%
2	公司 A	是	6	23	1.1%
3	公司 B	是	4	19.6	1.0%
4	公司 C	否	7	14.2	0.7%
5	公司 D	否	6.5	14	0.7%
6	公司 E	否	1.5	13.7	0.7%
7	公司 F	否	2	13	0.6%
8	公司 G	否	1.4	10.9	0.5%
9	公司 H	否	12.1	10.2	0.5%
10	公司 I	否	4.3	9.2	0.5%

来源：灼识咨询，国金证券研究所

### 2.3 消费电子、新能源汽车赛道优质，全链路供应链管理实现“零库存”

- 高端制造是大趋势，消费电子、汽车的供应链服务需求大。消费电子、汽车是我国发展高端制造的重点方向，激烈竞争下供应链优势重要性凸显，成为供应链服务垂直领域中市场增长较大的行业。根据灼识咨询，3C 电子行业对供应链物流服务的需求将由 2020 年的 1800 亿元，增长至 2025 年的 3160 亿元，CAGR 达 11.9%；汽车行业对供应链物流服务需求将由 2020 年的 3470 亿元，增长至 2025 年的 4460 亿元，CAGR 为 5.2%。

图表 25：按垂直领域划分的供应链物流服务市场规模及增长率



来源：灼识咨询，国金证券研究所

- 消费电子品牌商采用零库存模式，柔性化、安全性、信息化要求提高。(1) 消费电子产品迭代日益加快，更多厂商采用以销定产模式，追求零库存，重视产销数据联动、库存水位管理、市场响应能力，能提供供应链前后端数据全盘管理的服务商是需求热点；(2) 消费电子产品高价值、高精密度的特性决定了运输及仓储的高安全性需求；(3) 原材料、产成品 SKU 多，客户数量多且分散，供应链的统筹管理对物流设备和信息技术要求高。消

费电子行业的以上特点决定了供应链服务较高的技术、资金、人才壁垒，新进入者不易迅速成长。

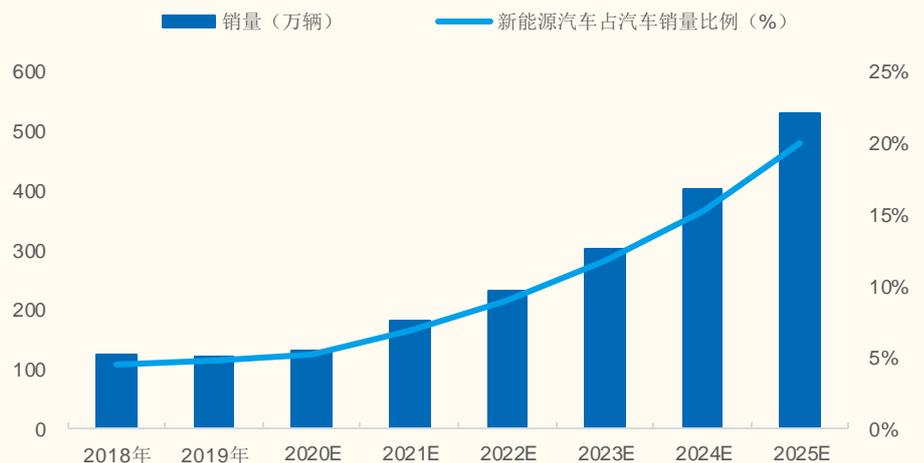
图表 26：公司以外消费电子领域供应链物流本土服务商

公司名称	公司简介
飞力达	成立于 1993 年，致力于对进出口通关、运输、仓储管理、流通加工、配送等各个物流环节的有机整合，为 IT 制造业提供专业化、系统化、一体化的供应链管理解决方案。
华鹏飞	成立于 2000 年，是国内电子信息产业领域的专业物流服务商，主要业务是为知名的电子信息企业提供第三方物流服务，具体包括综合物流服务以及由此延伸的供应链商品销售。
普路通	成立于 2005 年，为客户提供物流、商流、资金流、信息流和工作流在内的供应链改进方案并协助其执行，提供供应链方案设计、采购、分销、库存管理、资金结算、通关物流以及信息系统支持等诸多环节在内的一体化供应链管理解决方案。
新宁物流	1997 年成立，以电子元器件保税仓储为基础，为电子信息产业供应链中的原料供应、采购与生产环节提供一体化物流与供应链管理解决方案，主要包括进出口货物保税仓储管理、配送方案设计与管理，及货代、进出口通关报检等综合物流服务。
综合信兴	成立于 1995 年，是当前领先的供应链一站式服务专家，业务涵盖第三方物流、仓储、运输、配送、定制化物流服务等，并逐步形成了 VMI、电商仓储物流、供应链金融三大核心业务。

来源：公司公告，国金证券研究所

- “碳中和”目标鼓励鞭策并举，新能源汽车行业进入快车道。2021 年政府工作报告中明确提出，要踏实做好“碳达峰”、“碳中和”各项工作，即努力实现“2030 年前中国完成碳达峰，2060 年前要实现碳中和”目标。汽车行业作为碳减排的重要一环，减少传统燃油汽车尾气碳排放、推广直接碳排放为零的新能源汽车是实现“碳中和”的重要途径。根据全国能源信息平台预测，2020-2025 年我国新能源汽车销量复合增速达到 32%，高销量增长拉动新能源汽车领域供应链服务需求。

图表 27：2018-2025 年中国新能源汽车市场销量规模

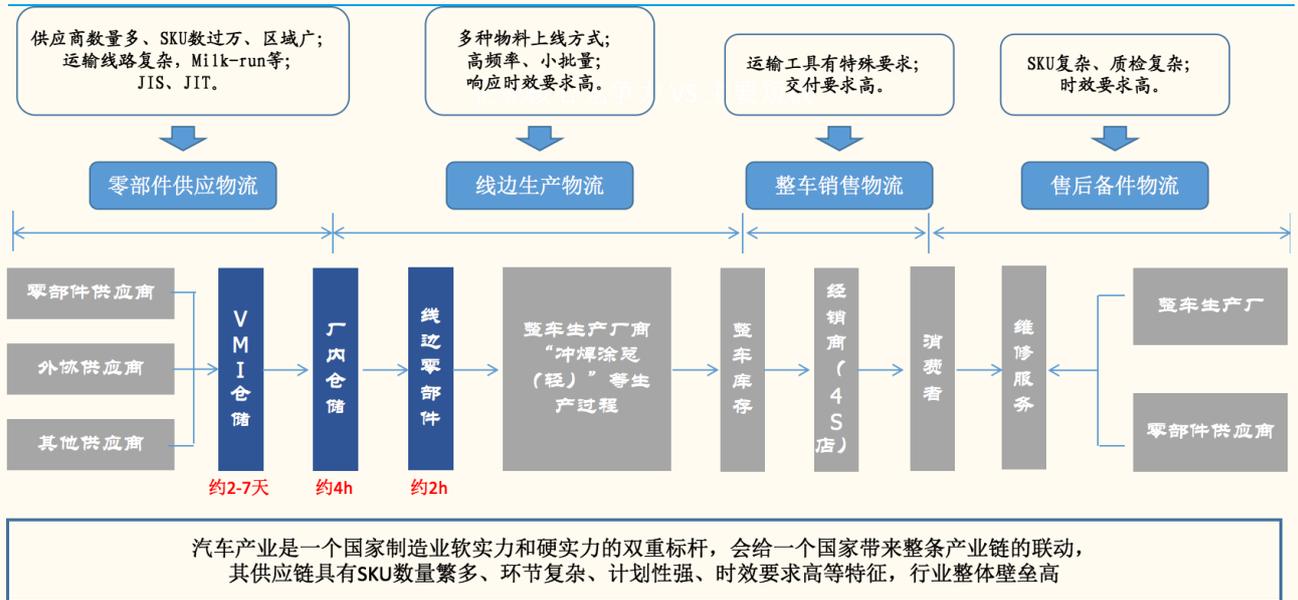


来源：全国能源信息平台，国金证券研究所

- 新能源汽车供应链复杂，考验物流服务商综合实力。汽车供应链可分成零部件供应物流、线边生产物流、整车销售物流、售后备件物流四大环节，供应链物流服务商需要综合应对不同环节中 SKU 多、线路复杂、上线节奏把控、时效要求高、运载工具特殊等难题；新能源汽车在传统汽车供应链的基础上，销售渠道更加多元和扁平，对供应链服务商的统筹管理能力提

出更高要求。新能源汽车行业供应链服务客户资源壁垒较高，转换成本高昂，一旦与客户建立合作便不易被新进入者替代。

图表 28：汽车产业供应链



来源：国金证券研究所

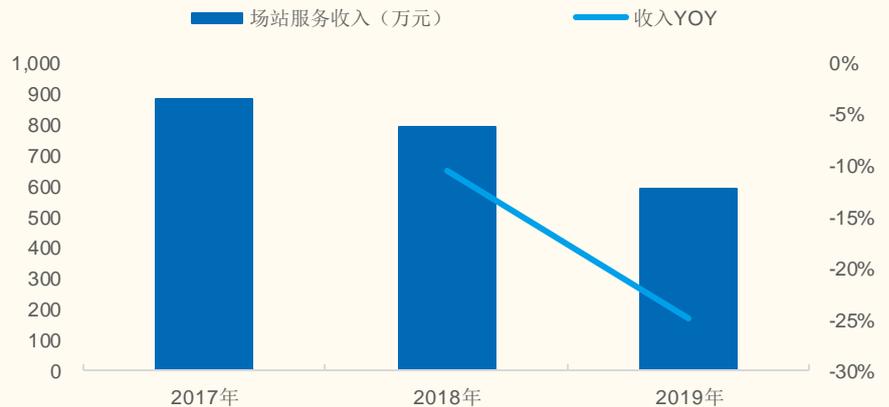
### 三、3PL 业务壁垒渐成，向 4PL 服务隐形冠军进发

- **3PL+4PL 服务能力：订单驱动提供定制化 3PL 服务，供应链全环节协同管理打造 4PL 平台。**公司同客户签订一揽子服务协议后，客服部门建立具体订单信息，公司根据订单针对客户需求设计定制化的现代综合供应链解决方案，并经精细化分工将具体业务环节下达各执行部门，基于对客户需求的深入理解提供 3PL 服务。公司通过综合物流平台、数智化软硬件支持对各业务执行工作协同集成管理，保证各部门分工明确、信息畅通、配合协调，具备整合供应链全环节的 4PL 服务能力。

#### 3.1 货运代理服务：从运输拓展至关代、国际货代、场站业务

- **运输服务走轻资产、现代化路线，服务灵活度、专业度高。**2019 年公司自有运力占 10%，外部运力占 90%，其中自有斯堪尼亚进口车队可实现华东、华南、华中大区间次日达。公司充分利用射频条码、无线通信、GPS、云计算等现代化技术，通过自主开发运输管理系统（TMS）和监控管理中心，实现运输路线、运输资源的科学配置。公司风控及安保体系健全，确保人/车/物的安全，保证较高服务品质。公司正搭建下一代智能运输管理平台“神掌系统”，以互联网思维促进货运管理转型。
- **向关代、国际货代、场站业务拓展，打造进出口一体化解决方案。**(1) 公司自主开发云通关服务平台，实现线上申报、线下协同、信息同步、状态可视、全程可控。(2) 公司依托 Control Tower 全球物流监控体系，提供门到门空运/海运/中欧班列国际货代服务，以及国际贸易配套证书代办服务。(3) 公司凭借进出口领域多年经验，与成都、合肥等政府合作，打造了成都高新综保区双流园区、合肥经济技术开发区综合保税区。

图表 29: 2017-2019 年公司场站服务收入及增速



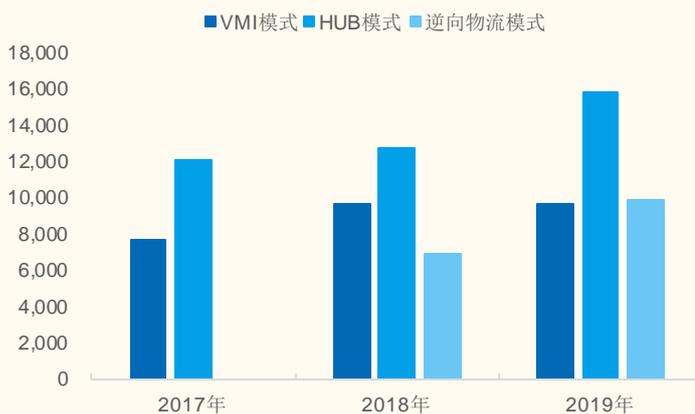
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **跨境通为运输支柱业务, 缔造行业知名品牌线路。**2003 年公司开通跨境通服务, 卡车从香港至华东的运输时效降低至 36 个小时, 低于空运的 48 个小时, 2020 年跨境通产品营收占公司总营收的 14%, 积累了 500 余家客户, 年吞吐量达 8.4 万吨。

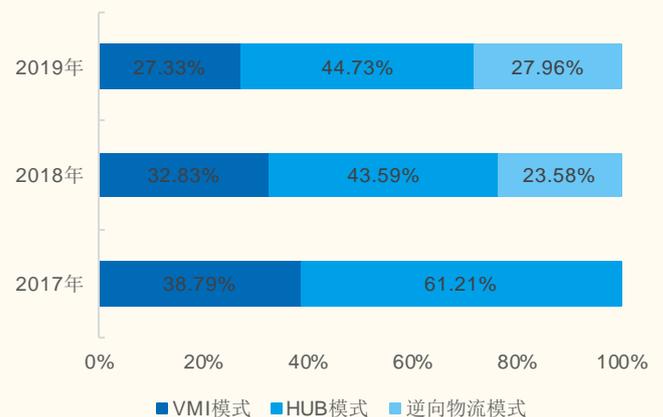
### 3.2 仓储服务: 多元化智慧仓储实现“零库存”

- **仓库类型、服务模式齐全, 提供多元化仓储服务。**公司提供多种仓储服务模式, 包括 VMI 业务、逆向物流、HUB 等多元化服务, 2017 至 2019 年公司各仓储业务收入均稳定增长。公司 VMI 原材料仓储管理服务 500 余客户, 管理面积 12 万平方米, 年进出仓 20 万立方米, 2020 年营收规模占公司总营收的 11%; 成品集拼仓运作货量超 3 万 TEU/年; 售后备件仓管理超 5 万 SKU, 400 万件库存。公司仓库可满足不同货物存储需求, 包括普通仓及保税仓, 其中保税仓占比约 80%。

图表 30: 公司不同仓储服务模式收入金额 (万元)



图表 31: 公司不同仓储服务模式收入比例比较



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **智慧仓储 VMI 是公司仓储业务的基石。**VMI 是公司作为 3PL 服务商帮助制造企业管理供应商库存, 从而降低客户自有库存成本, 并通过实际需求转移物权的供应链管理, 可助力客户实现零库存。VMI 模式通过系统管理平台适配高端需求, 成为公司仓储业务发展和创新的基石, 目前该项业务已成功为联想、联宝、光宝、新华三等企业提供服务。

- **全球分发+控制塔，利用 HUB 提供出口全流程管家服务。**公司通过 HUB 监控中心，综合成本控制、时效性、库存管理等因素为客户提供成品出口集拼解决方案，实现路径规划、资源预订、节点跟踪、风险防控。通过全球监控系统，掌握各环节实时信息，对全球出口流程进行高效管理。2020 年，公司入库集拼分发全球电脑 3042 万台，占联想全年总出货量的 42%。
- **全球售后中央仓打造敏捷高效的逆向物流。**中央备件库可实现自动分拣、定制化系统、数据对接分享、海量 SKU 管理、复杂包装类型管理、自动物流路径规划、自动订单管理分发、可视化节点跟踪管理等功能。公司 2021 年凭借联想 CAP 逆向物流契机，开拓泰国逆向物流业务并逐步拓展至马来西亚、印尼、越南等 8 国。
- **先进技术打造智慧仓储，提供精细化库存管理。**公司自主开发 WMS 系统对接仓库管理系统与客户业务系统，应用条形码、RFID 等技术全程跟踪、获取业务信息，提高仓储中心的操作效率、库容使用率、库存准确率以及对客户的响应速度，配置适合不同货物的装卸设备、防静电设施、温控及湿控设备等，实现精细化智慧仓储服务。
- **IPO 募投助推智慧仓储建设，目前已进入调试阶段。**公司重视自动化仓储、智慧基地项目的建设，IPO 募投项目吴江新建自动化仓库项目于 2021 年 5 月投入试运营，合肥智慧物流基地一期建设项目设计完成，预计 2022 年上半年投产。智慧仓储可大幅提升仓储空间利用率、显著提升作业效率，实现机器人换人，进一步提升公司仓储业务竞争力。

图表 32：公司 IPO 募投项目

募集资金投资项目	投资总额 (万元)	建设期	经济效益分析
新建自动化仓库项目	13800	2 年	建成达产后营业收入 14219.16 万元，净利润 1741.38 万元，投资回收期 8.11 年
合肥智慧物流基地一期建设项目	25857.08	2 年	建成达产后营业收入 27179.40 万元，净利润 3009.87 万元，投资回收期 8.24 年
深圳研发中心项目	14829.23	2 年	不直接产生经济效益，但有利于提升公司经营管理效率、研发能力和技术水平
补充流动资金项目	12000	-	-

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.3 技术与理念：科技赋能精益化解决方案，先进理念武装运营管理

- **公司注重人才培养，研发创新能力强。**公司秉持“人力资源高于一切”的理念，制定科学合理的考核激励及专业培训体系，凝聚大批专业人才。公司创始人梁晨女士统计学专业出身，拥有丰富综合物流经验；公司技术骨干行业经验丰富，能准确把握技术应用及行业趋势。公司硕士 19 人、本科 195 人、大专及以上 420 人；国际双语人才 48 人；研发人员 62 人、供应链物流专家 29 人，整体人员素质高。2020 年公司通过高新技术企业重新认定，可继续享受 15% 的企业所得税税收优惠。
- **全套数字化软件+智能化硬件，实现精益化供应链服务。**软件方面，公司通过全套数字化分析工具和设计套件、精准仿真演算和可行计划、高效执行团队和服务品质，实现综合物流服务的平台化、一体化、数字化、自动化、智能化。硬件方面，公司重资引进先进硬件设备，包括 AS/RS 自动化立库、AGV 小车、智能分拣系统、电子标签分拣货架、自动化标签流水线

等自动化、智能化物流设施装备，并以物联网技术融入 WMS 系统。公司大量应用 AI 算法、物联网、SaaS 平台、RPA 等高新技术，实现智能运输和智能仓储。

- **“小前台、大中台、轻后台”管理理念，助力公司管理效率提升。**公司遵循“专业+BP+共享中心”的中台模式移动视讯管理，中台组成部分有：业务中台（市场营销中心、客服服务中心、运输交易中心、仓储智慧中心）、职能中台（财务共享中心、人力行政中心）以及数据中台。中台通过预测、计划、执行及评价体系，将前台业务与后台系统有效融合，实现运输集拼化、仓储自动化、管理扁平化、业财一体化、网络国际化。

### 3.4 服务网络：覆盖下游产业聚集区，获 AEO 高级认证提升全球服务能力

- **公司多年积累构建华东-华南-西南骨干运输网络。**我国电子信息产业区域化特征明显，初步形成珠江三角洲、长江三角洲、环渤海地区以及以长沙为龙头的中西部地区四大电子信息产业基地。公司围绕华东、华南及西南的电子信息产品制造产业集群建立了覆盖江苏、上海、湖北、湖南、广东、广西、四川、安徽、香港等省份和地区的服务网络。

图表 33：中国电子信息产业布局

产业集群	优势	代表城市
珠江三角洲电子信息产业集群	制造	广州：软件； 深圳：通信、微电子； 东莞：电脑
长江三角洲电子信息产业集群	研发	上海：IC 设计； 杭州：IC 制造、通信制造； 苏州：IT 设备制造
环渤海地区电子信息产业集群	制造、研发	北京：集成电路； 天津：电子元器件和移动通信手机； 大连：软件业； 青岛：电子家电
中西部电子信息产业集群	制造	成都：军工电子； 重庆：通讯设备； 武汉：光电子产业； 长沙：软件； 西安：光通讯、软件

来源：尚普咨询，国金证券研究所

- **消费电子进出口物流需求大，公司海外物流供应链外包业务成熟。**我国是世界最大的消费电子生产国、出口国和消费国，消费电子生产厂商对全球供应链管理需求大。公司不断积累和延展国际货运代理渠道网络，提供 7\*24 小时、多语种、端到端的全球物流及数据管理系统，并提供管家式、一站式的关务咨询服务和解决方案，通关网络已覆盖全国主要口岸、特殊监管区主要电子制造基地及香港、泰国、越南、德国等海外国家和地区。全球视野助力公司应对全球供应链需求，快速调配全球物流资源，提升服务水平。
- **通过 AEO 高级认证，进一步提升管理水平及品牌价值。**AEO（经认证的经营者）高级认证是经世界海关倡导、国家海关总署认证的最高信用等级证书，只有内部控制、财务状况、守法规范、贸易安全四大核心标准均优秀的企业才能通过认证。公司及子公司深圳市海晨物流有限公司于 2021 年 2 月通过 AEO 高级认证，可享受最低查验率和检验检疫抽批率、免担保验放、货物优先通关、海关企业协调员帮扶机制以及 AEO 互认国家和地区海关通关便利，还可享受国务院实施的银行利率支持、政府资金扶持等联合激励措施，有利于公司在国际舞台上得到更大发展。

图表 34: AEO 制度益处

制度 益处	一般 认证 企业	较低进出口货物查验率
		简化进出口货物单证审核
		优先办理进出口货物通关手续
		海关总署规定的其它管理原则和措施
	高级 认证 企业	适用一般认证企业管理原则和措施
		在确定进出口货物的商品归类、海关估价、原产地或者办结其它海关手续前先行办理验放手续
		海关为企业设立协调员
		对从事加工贸易的企业，不实行银行保证金台账制度
		AEO 互认国家或者地区海关提供的通关便利措施

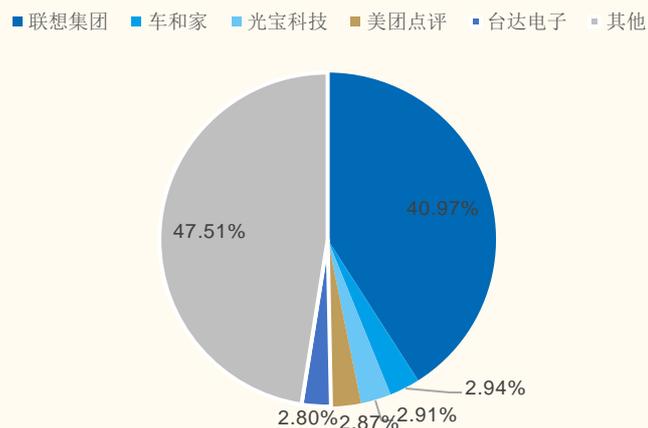
来源：海关总署，国金证券研究所

#### 四、与联想集团、理想汽车的合作历程显示超强获客能力

##### 4.1 多年积淀，优质客户忠诚度高

- 积累包括世界 500 强企业在内的 2200 多家优质客户，合作稳定长久。十年间，公司深度嵌入消费电子终端制造厂商及配套供应商采购、生产、销售及售后服务等各业务环节，2017 年入局新能源汽车市场，积累了如联想集团、理想汽车、美团、康宁公司、索尼公司、台达电子、光宝科技、全球、天马微电子在内的 2200 多家知名客户。由于消费电子、新能源汽车行业供应链复杂、SKU 数量多，更换供应链服务商成本较高，因此公司与客户的合作关系长久稳固，超过 50% 客户合作时间超过 5 年。

图表 35: 2020H1 前五大客户营收占比情况

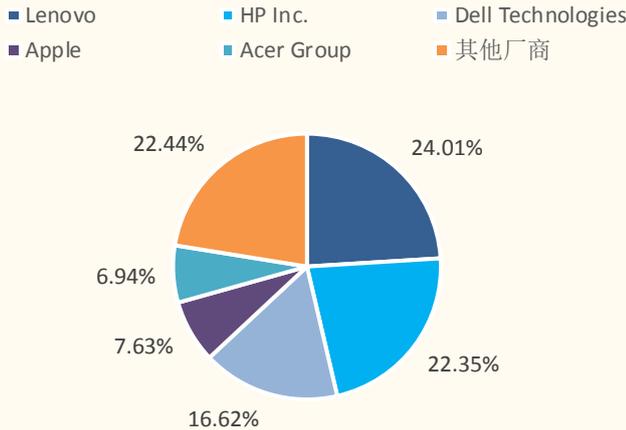


来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4.2 与联想集团合作，证明公司具备高客户粘性

- **联想集团是公司第一大客户，营收占比逐年提升。**联想集团是专注智能设备、数据中心、数据智能等业务的世界五百强企业，多年蝉联全球 PC 市占率第一。联想集团在 2020 年 Gartner 全球供应链榜单中居于第 15 位，拥有规范的供应链服务商招标流程，对合作厂商的基本情况、服务能力、服务效率、响应速度、信息技术能力等方面进行综合评审，招标完成后，也会通过严格考核体系对中标企业进行评估。公司目前已深度嵌入联想集团原材料物流、生产物流、成品物流、逆向物流等供应链全流程，向联想集团销售金额日益攀升，2020 年占公司销售金额比重达 43%。

图表 36：2020 年全球 PC 市场份额（按出货量）



来源：canalys, 国金证券研究所

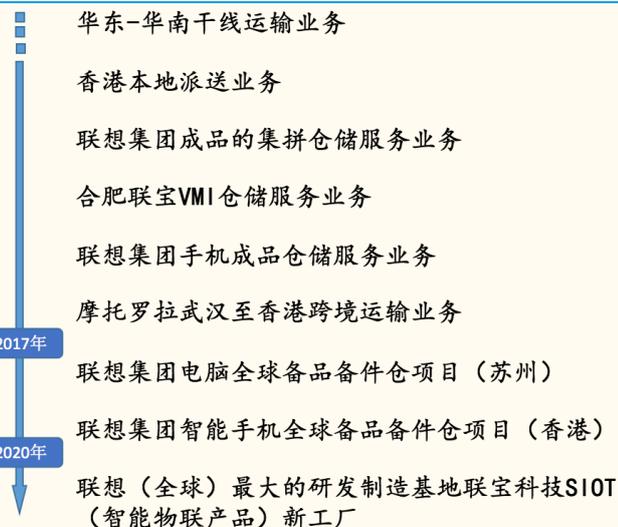
图表 37：公司向联想集团销售金额



来源：公司公告, 国金证券研究所

- **公司产品及服务赢得客户信任，占联想物流采购份额已达 5% 左右。**公司成立初期凭借华东苏州地区区位优势通过招投标方式向联想集团提供基础的华东-华南干线运输业务，后凭借良好服务效率和质量、快速响应能力以及不断提升的物流信息技术，叠加更高的性价比满足了国产替代需求，将合作范围拓展至仓储、关务业务。在多次供应链服务项目招标过程中，公司击败 CEVA、DHL、综合信兴等全球供应链服务龙头中标。目前，公司为联想公司在全国多地基地和项目中提供从原材料到产成品的一体化供应链服务，2020 年公司在联想物流采购份额已达 5% 左右。

图表 38：公司与联想集团合作历程



来源：公司公告, 国金证券研究所

图表 39：公司在联想集团招投标中的主要竞争对手

公司名称	公司简介
CEVA	由两大物流巨头 TNT 物流和 EGL 宏鹰全球物流于 2007 年 8 月合并组成，CEVA 已成为全球最大的供应链管理公司，全球雇员数超 7.8 万人，业务涉及 160 多个国家和地区。
DHL	全球范围内国际快递、陆地运输以及航空货运市场的领先者，全球知名的物流服务提供商。
德讯物流	成立于 1890 年，总部位于瑞士，是全球领先的货运代理公司之一，致力于为客户提供供应链解决方案。
准时达	富士康科技集团唯一授权供应链物流管理平台服务公司，专注制造业上游从原材料到成品以及下游从成品到终端消费者的全程端到端供应链整合。
综合信兴	成立于 1995 年，经过多年的稳健发展，综合信兴物流已成为领先的供应链一站式服务专家，业务涵盖第三方物流、仓储、运输、配送、定制化物流服务等。

来源：公司公告, 国金证券研究所

- 公司与联想集团的合作仍在逐步深入。2020年7月，联想全球最大的研发制造基地联宝科技 SIOT（智能物联产品）新工厂启动建设，是联宝科技千亿事业征程的重要支撑。海晨在 SIOT 产品研发试产阶段作为第三方供应链运营方，提供了及时且柔性的供应链服务，客户满意度较高。SIOT 新工厂建成后，公司将继续为其提供全局供应链服务，运用智慧供应链管理云平台，整合仓储、运输、关务、贸易等环节，双赢在路上。

图表 40：公司与联宝科技的合作概况

联宝科技主要产品	专注智能物联网设备如智能支付终端、智能门禁、服务器、机器人等研发制造
联宝科技主要客户	中石化、阿里巴巴、魔点、金拱门等
SIOT 产品研发试产阶段的合作	海晨物流作为第三方供应链运营方，为原材料商及联宝科技提供了及时、柔性的供应链服务，在产品包装规范、自动化标签打印、物料运输、自动化分拣上线等方面提供标准化支持
SIOT 新工厂建成后的合作	海晨物流将继续为联宝科技提供从原材料到成品全局视野的供应链服务，包括项目方案规划设计、供应链系统开发对接、智能装备选型应用、仓储运输单证业务实施执行等

来源：公司官网，国金证券研究所

#### 4.3 与理想汽车合作，证明公司具备跨行业业务拓展能力

- 公司与理想汽车协同创业，成功孵化第一个新能源汽车领域客户。理想汽车成立于 2015 年，致力于增程式电动车生产及销售，经过五年发展，于 2020 年成长为中国新能源 SUV 销量冠军，销量达 32624 辆。随着理想汽车销量猛增，已跃居公司重要客户，2020 年为公司带来营业收入 3265 万元，同比增长 368%。根据理想汽车最新战略目标，2025 年公司争取达到 20% 的市场份额（160 万辆），成为中国第一智能电动车企业，2020-2025 年销量复合增速为 118%。公司作为重要供应链服务合作伙伴，将受益于客户销量高增长。

图表 41：理想汽车销售量提升情况



来源：DaaS-Auto，国金证券研究所

图表 42：2020 年新能源 SUV 销量排名

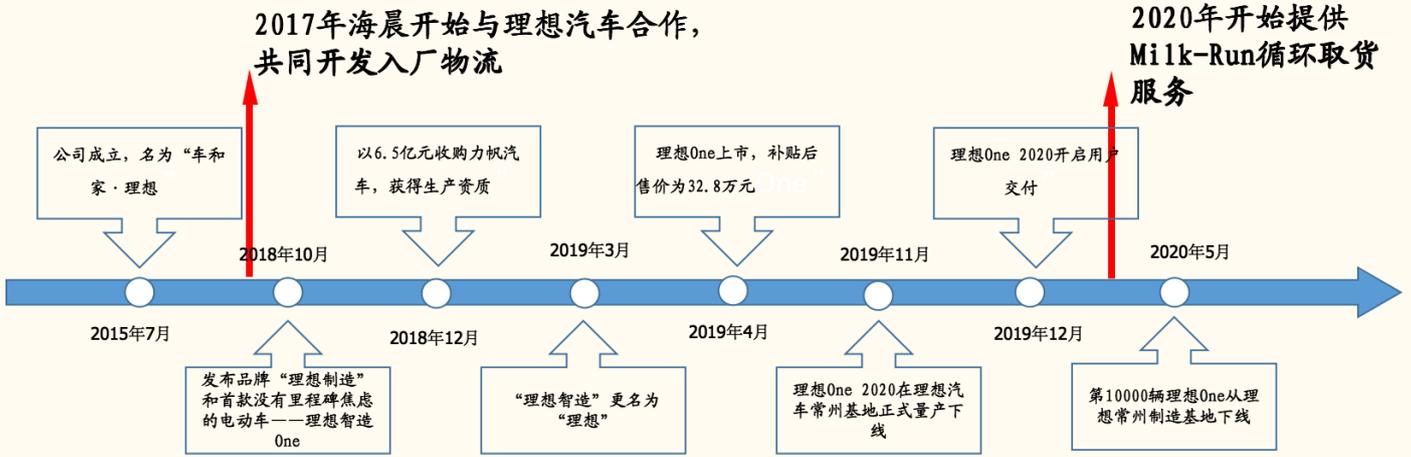


来源：中汽数据终端零售数据，国金证券研究所

- 与理想汽车合作证明产品可跨行业复制逻辑，新客户拓展能力强。自成立以来，公司投入大量研发人员实现信息系统开发的定制化和灵活化，且已掌握不同行业资金流、信息流标准化的处理方式。定制化能力及标准化系统的加持下，公司产品可满足不同行业客户的需求。2017 年起，公司与理

想汽车协同创业，共同开发入厂物流业务，经过三年孵化新能源汽车业务营收从 0 增长至 2020 年的 3265 万元，并拓展至 Milk-Run 循环取货业务，逐步成为其最重要的供应链物流服务商。未来公司在新能源汽车甚至其他行业均存在较大业务拓展空间。

图表 43：公司与理想汽车协同创业过程



来源：公司官网，国金证券研究所

- **新能源汽车行业新需求显现，为公司带来新机遇。**老牌汽车厂商往往自建供应链物流或已有稳定合作伙伴，新进入者的空间有限。而随着新能源汽车产业在我国汽车产业中战略地位的提升，涌现一批非老牌厂商的造车新兴势力，对供应链物流合作伙伴有迫切需求。供应链前端，新能源汽车的核心部件由发动机转向电池、电机、电控，零部件供应厂商发生变动，有利于公司凭借自身技术和服务优势，积累一批新入局汽车制造产业链的优质客户，迅速建立客户竞争壁垒；供应链后端，新能源汽车的销售渠道更为多元化、扁平化，对供应链的一体化服务能力、运输及仓储智能化程度将更为看重，公司技术优势将带来广阔发展空间。

图表 44：新能源汽车入厂物流



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 45：Milk-run 循环取货



来源：公司公告，国金证券研究所

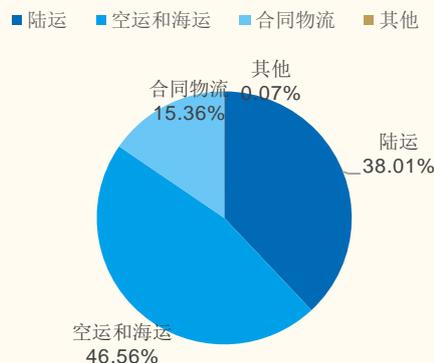
## 五、对标 DB Schenker，公司具备做大做强潜质

- **DB Schenker 是全球领先的综合物流供应商。**DB Schenker 作为世界 500 强德国铁路集团的全资子公司，拥有 140 余年历史。1872 年 Schenker & Co. 成立于奥地利维也纳，1931 年被德国铁路收购，经过一个多世纪的发展，2018 年被业内权威咨询公司 Armstrong Associates 评为全球第三方物流厂商第三名，2020 年营收达到 176.71 亿欧元，占德国铁路总营收的 44%，其中，陆运营收 67.16 亿欧，合同物流营收 27.15 亿欧；2020 年息

税前利润达 7.11 亿欧元。目前 DB Schenker 网络覆盖 50 多个国家，拥有 2100 多个网点，超过 76800 名员工，总仓库面积超过 800 万平方米。

图表 46：2016-2020 年 DB Schenker 营业收入情况

图表 47：2020 年 DB Schenker 营收构成（按产品）



来源：DB Schenker 年报，国金证券研究所

来源：DB Schenker 年报，国金证券研究所

- 海晨股份对标 DB Schenker，供应链解决方案、陆运服务业务相似性高。DB Schenker 的陆运服务、合同物流服务占比共 53%，其中供应链解决方案提供从供应商到客户交付、从逆向物流到售后支持全业务流程的服务，陆运服务提供整车/零担货物门到门的运输、报关等“一站式”服务，海晨股份业务与 DB Schenker 这两部分业务相似。

图表 48：公司与 DB Schenker 在供应链物流、陆运服务业务逻辑相似

		DB Schenker	海晨股份
供应链解决方案	生产物流	(1) 原产地材料合并；(2) 订单管理；(3) 入境运输；(4) VMI 服务；(5) 供应商园区解决方案；(6) 线旁配送；(7) 订单排序；(8) 质量保证；(9) 配套采购和预生产准备；(10) 拆包/包装服务	(1) 境外料件集结仓库；(2) 全国干线运输；(3) 内地香港跨境运输；(4) 口岸通关服务；(5) VMI 仓储；(6) 称重、贴标、二次包装等成品下线管理服务
	执行物流	(1) 出站仓库、配送中心，以及交叉码头/并货的实施和运营；(2) 将半成品和成品运送到配送仓库；(3) 仓库处理和存储，包括延期服务；(4) 产品撤销、PO/SO 管理；(5) 协调客户交付零售、商业渠道和消费者；(6) 库存管理、可见性、追踪和规划	(1) 成品出口集拼解决方案；(2) 快速、精准、安全的运输、配送服务；(3) 中央备件库集中自动化分拣；(4) 工单齐套分拣、配送上线服务；(5) 可视化节点跟踪管理；(6) 仓储管理
	服务与售后物流	逆向物流、维修服务	逆向物流、维修服务、备品备件仓
陆运服务		(1) 整车/零担货物运输服务相结合；(2) 包含报关在内的“一站式服务”；(3) 门到门提货及运输服务；(4) 针对电子产品的安全运输服务；(5) 全程专业、安全、实时跟踪的解决方案	

来源：各公司官网，各公司公告，国金证券研究所

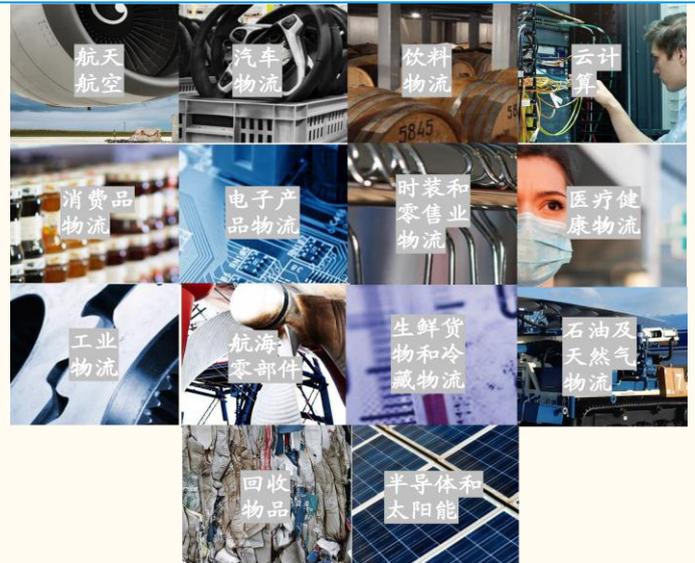
- 参考 DB Schenker，龙头成长路径可复制。(1) 与客户共同成长：DB Schenker 在亚太的发展与宝马、保时捷、大众等大客户在全球的业务扩张密不可分，目前已在亚洲 20 多个国家和地区建立了近 100 处办事处和运营点；(2) 外延并购打开新市场：DB Schenker 通过收购柏林顿全球，打开在北美市场的品牌认知度，使网络覆盖更全面；(3) 拓宽合作客户业务领域：DB Schenker 积极与不同行业客户合作，逐步加深行业理解，已形成航空航天、汽车物流、饮料物流、电子产品物流、消费品物流、时装和零售业物流等 14 个细分领域的解决方案。

图表 49: DB Schenker 的产品体系



来源: DB Schenker 官网, 国金证券研究所

图表 50: DB Schenker 的行业解决方案



来源: DB Schenker 官网, 国金证券研究所

- **海晨以国内市场为起点, 或将实现弯道超车。**随着客制化解决方案需求爆发, 供应链物流厂商需要与客户各部门人员大量沟通, 因此海晨具备本土化语言、人才优势; 海晨扁平化架构使决策更贴近终端用户需求, 具备快速响应能力; 海晨数字化、扁平化内控平台提升成本管控能力, 具备更高性价比。DB Schenker 等国际龙头虽然具备规模、经验优势, 但在中国制造业供应链逐步国产化的趋势下, 语言壁垒、性价比短板、敏捷度不足等短板逐步显现, 为海晨提供弯道超车机遇。

## 六、盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测

- 我们预计 2021-2023 年营业收入分别为 14.16 亿元、18.04 亿元、22.79 亿元, 同比增长 31.83%、27.44%、26.34%, 其中来自运输服务和仓储服务贡献较大营收, 随着募投项目相继投产, 吴江新建自动化仓库项目于 2021 年 5 月投产, 预计正常达产贡献营业收入为 14,219.16 万元, 合肥智慧物流基地一期建设项目预计 2022 年上半年投产, 预计正常达产贡献营业收入为 27,179.40 万元, 我们预计 2021-2023 年仓储服务收入保持 30% 以上的增长。理想汽车的交付量增长将带动公司运输服务收入增长。
- 我们预计 2021-2023 年毛利率分别为 30.44%、30.26%、30.34%, 毛利率基本保持平稳。我们预计 2021-2023 年各项费用率保持稳定, 销售费用率保持稳定略有下降, 随着规模效应凸显管理费用率逐步下降至 5%, 研发费用率保持平稳略有下降。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.70 亿元、3.46 亿元、4.42 亿元, 同比增长 38.39%、28.24%、27.95%。

图表 51: 海晨股份收入拆分

收入拆分 (万元)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
运输服务	34,871.30	38,116.59	42,992.09	50,019.74	68,026.84	83,673.02	104,591.27
YOY		9.31%	12.79%	16.35%	36.00%	23.00%	25.00%
毛利率	11.70%	11.24%	13.12%	16.70%	16.20%	16.00%	16.00%
占比	51.87%	47.20%	46.71%	46.58%	48.05%	46.38%	45.89%
关务服务	8,126.72	8,995.66	9,085.52	10,250.55	11,788.13	12,966.94	14,004.30

收入拆分 (万元)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
YOY		10.69%	1.00%	12.82%	15.00%	10.00%	8.00%
毛利率	60.69%	67.07%	68.04%	65.99%	65.00%	65.00%	65.00%
占比	12.09%	11.14%	9.87%	9.55%	8.33%	7.19%	6.14%
国际货代	716.42	512.65	283.58	516.95	672.04	806.44	967.73
YOY		-28.44%	-44.68%	82.29%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	4.45%	4.83%	8.70%	-3.23%	4.00%	4.00%	4.00%
占比	1.07%	0.63%	0.31%	0.48%	0.47%	0.45%	0.42%
仓储服务	19,776.55	29,205.44	35,359.54	42,357.11	56,334.96	77,742.24	102,619.76
YOY		47.68%	21.07%	19.79%	33.00%	38.00%	32.00%
毛利率	37.78%	31.84%	33.86%	40.14%	40.00%	39.50%	40.00%
占比	29.42%	36.17%	38.42%	39.44%	39.79%	43.09%	45.02%
场站业务	884.85	792.84	595.30	145.94	160.54	176.59	194.25
YOY		-10.40%	-24.92%	-75.48%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	29.52%	32.69%	24.29%	3.68%	5.00%	5.00%	5.00%
占比	1.32%	0.98%	0.65%	0.14%	0.11%	0.10%	0.09%
其他业务收入	2,847.04	3,130.01	3,718.01	4,099.33	4,591.25	5,050.38	5,555.42
YOY		9.94%	18.79%	10.26%	12.00%	10.00%	10.00%
毛利率	48.89%	49.90%	42.57%	40.72%	40.00%	40.00%	40.00%
占比	4.24%	3.88%	4.04%	3.82%	3.24%	2.80%	2.44%
营业收入	67,222.89	80,753.19	92,034.04	107,389.63	141,573.76	180,415.62	227,932.73
YOY		20.13%	13.97%	16.68%	31.83%	27.44%	26.34%
毛利率	27.03%	26.57%	27.76%	31.46%	30.44%	30.26%	30.34%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 6.2 相对估值分析

我们选取密尔克卫、嘉诚国际、宏川智慧、厦门象屿作为可比公司，2020 年可比公司估值 34 倍 PE 估值，我们预计海晨股份未来三年归母净利润复合增速维持 30% 以上，考虑到公司为专业电子、新能源汽车供应链服务商，给予 30 倍 PE 估值，对应 2021 年目标价 60.63 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 52：相对估值分析

相对估值	股票 (元)	EPS					PE					总市值 (亿元)	
		19A	20A	21E	22E	23E	19A	20A	21E	22E	23E		
股票代码	公司简称	19A	20A	21E	22E	23E	19A	20A	21E	22E	23E		
603713.SH	密尔克卫	104.18	1.19	1.75	2.56	3.46	4.48	87	59	41	30	23	171
603535.SH	嘉诚国际	33.32	0.85	1.07	1.95	2.93	2.99	39	31	17	11	11	50
002930.SZ	宏川智慧	17.17	0.33	0.51	0.70	0.96	1.13	52	34	24	18	15	76
600057.SH	厦门象屿	6.82	0.51	0.60	0.76	0.89	1.08	13	11	9	8	6	147
	平均 PE								34	23	17	14	
300873.SZ	海晨股份	42.20	0.96	1.46	2.02	2.59	3.32	44	29	21	16	13	56

来源：wind，国金证券研究所 注：收盘价 20210713，盈利预测取 wind 一致预期。

## 七、风险提示

**客户集中度过高风险。**公司前五大客户销售额占比达 55%，若与大客户合作的稳定性有所波动，则会对公司业绩造成较大影响。

**人民币汇率波动风险。**2020 年公司海外业务占比 15%，鉴于国际经济、金融环境频繁波动，人民币汇率波动不确定性增强，或将影响公司海外业务收入。

**限售股解禁风险。**公司于 2021 年 8 月 24 日将解禁 3385.02 万股限售股，占总股本的 25.39%，剩余 6614.98 万股限售股将于 2023 年 8 月 24 日解禁，占总股本 49.61%。限售股解禁数量较大使公司流通股本快速增加，或对公司股价产生影响。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>808</b>	<b>920</b>	<b>1,074</b>	<b>1,416</b>	<b>1,804</b>	<b>2,279</b>	货币资金	156	233	449	505	709	966
增长率		14.0%	16.7%	31.8%	27.4%	26.3%	应收款项	205	225	290	300	309	371
<b>主营业务成本</b>	<b>-593</b>	<b>-665</b>	<b>-736</b>	<b>-985</b>	<b>-1,258</b>	<b>-1,588</b>	存货	2	2	23	27	34	44
%销售收入	73.4%	72.2%	68.5%	69.6%	69.7%	69.7%	其他流动资产	13	7	883	885	887	888
<b>毛利</b>	<b>215</b>	<b>255</b>	<b>338</b>	<b>431</b>	<b>546</b>	<b>692</b>	流动资产	376	467	1,645	1,717	1,939	2,269
%销售收入	26.6%	27.8%	31.5%	30.4%	30.3%	30.3%	%总资产	44.0%	48.3%	76.8%	71.6%	69.9%	69.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	长期投资	49	48	48	59	72	83
%销售收入	0.8%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	309	327	327	441	557	675
<b>销售费用</b>	<b>-24</b>	<b>-23</b>	<b>-28</b>	<b>-36</b>	<b>-43</b>	<b>-54</b>	%总资产	36.1%	33.8%	15.3%	18.4%	20.1%	20.8%
%销售收入	3.0%	2.5%	2.6%	2.6%	2.4%	2.4%	无形资产	115	118	115	179	208	226
<b>管理费用</b>	<b>-59</b>	<b>-62</b>	<b>-69</b>	<b>-82</b>	<b>-92</b>	<b>-114</b>	非流动资产	479	500	496	680	837	984
%销售收入	7.4%	6.7%	6.4%	5.8%	5.1%	5.0%	%总资产	56.0%	51.7%	23.2%	28.4%	30.1%	30.3%
<b>研发费用</b>	<b>-15</b>	<b>-16</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	<b>-21</b>	<b>-25</b>	<b>资产总计</b>	<b>855</b>	<b>967</b>	<b>2,141</b>	<b>2,397</b>	<b>2,776</b>	<b>3,253</b>
%销售收入	1.9%	1.7%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	短期借款	4	0	0	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>109</b>	<b>147</b>	<b>221</b>	<b>288</b>	<b>379</b>	<b>486</b>	应付款项	162	167	213	244	311	393
%销售收入	13.5%	16.0%	20.6%	20.3%	21.0%	21.3%	其他流动负债	41	51	49	60	76	96
<b>财务费用</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>-18</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	流动负债	207	219	263	303	387	489
%销售收入	-0.2%	-0.3%	1.7%	-0.9%	-0.6%	-0.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	30	31	38	28	36	46
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	237	250	301	332	423	534
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>557</b>	<b>649</b>	<b>1,764</b>	<b>1,980</b>	<b>2,256</b>	<b>2,610</b>
%税前利润	0.2%	0.6%	3.2%	2.4%	2.3%	1.9%	其中：股本	100	100	133	133	133	133
<b>营业利润</b>	<b>119</b>	<b>162</b>	<b>237</b>	<b>337</b>	<b>430</b>	<b>547</b>	未分配利润	252	336	528	743	1,020	1,374
<b>营业利润率</b>	<b>14.7%</b>	<b>17.6%</b>	<b>22.0%</b>	<b>23.8%</b>	<b>23.8%</b>	<b>24.0%</b>	少数股东权益	62	68	76	86	97	109
<b>营业外收支</b>	<b>-16</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>855</b>	<b>967</b>	<b>2,141</b>	<b>2,397</b>	<b>2,776</b>	<b>3,253</b>
<b>税前利润</b>	<b>103</b>	<b>164</b>	<b>245</b>	<b>337</b>	<b>430</b>	<b>547</b>	<b>比率分析</b>						
<b>利润率</b>	<b>12.7%</b>	<b>17.8%</b>	<b>22.8%</b>	<b>23.8%</b>	<b>23.8%</b>	<b>24.0%</b>		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>所得税</b>	<b>-17</b>	<b>-29</b>	<b>-42</b>	<b>-57</b>	<b>-73</b>	<b>-93</b>	<b>每股指标</b>						
<b>所得税率</b>	<b>16.6%</b>	<b>17.8%</b>	<b>17.3%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>	每股收益	0.795	1.284	1.461	2.021	2.592	3.317
<b>净利润</b>	<b>86</b>	<b>135</b>	<b>203</b>	<b>280</b>	<b>357</b>	<b>454</b>	每股净资产	5.567	6.493	13.230	14.847	16.921	19.574
<b>少数股东损益</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	每股经营现金净流	1.178	1.420	1.523	2.449	3.437	3.968
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>80</b>	<b>128</b>	<b>195</b>	<b>270</b>	<b>346</b>	<b>442</b>	每股股利	0.000	0.000	0.150	0.404	0.518	0.663
<b>净利率</b>	<b>9.8%</b>	<b>14.0%</b>	<b>18.1%</b>	<b>19.0%</b>	<b>19.2%</b>	<b>19.4%</b>	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	14.28%	19.78%	11.04%	13.61%	15.32%	16.94%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	9.30%	13.28%	9.10%	11.24%	12.45%	13.59%
							投入资本收益率	14.49%	16.69%	9.89%	11.57%	13.38%	14.85%
<b>净利润</b>	<b>86</b>	<b>135</b>	<b>203</b>	<b>280</b>	<b>357</b>	<b>454</b>	<b>增长率</b>						
<b>少数股东损益</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	主营业务收入增长率	20.13%	13.97%	16.68%	31.83%	27.44%	26.34%
<b>非现金支出</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>38</b>	<b>47</b>	EBIT 增长率	24.96%	35.12%	50.24%	30.00%	31.76%	28.23%
<b>非经营收益</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>17</b>	<b>-15</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	净利润增长率	24.61%	61.50%	51.65%	38.39%	28.24%	27.95%
<b>营运资金变动</b>	<b>8</b>	<b>-21</b>	<b>-45</b>	<b>33</b>	<b>73</b>	<b>38</b>	总资产增长率	12.78%	13.04%	121.41%	11.97%	15.82%	17.18%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>118</b>	<b>142</b>	<b>203</b>	<b>327</b>	<b>458</b>	<b>529</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-44</b>	<b>-29</b>	<b>-44</b>	<b>-208</b>	<b>-183</b>	<b>-183</b>	应收账款周转天数	78.9	80.8	83.6	73.0	58.0	55.0
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-861</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	存货周转天数	1.0	1.0	6.2	10.0	10.0	10.0
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	应付账款周转天数	79.3	79.2	85.1	80.0	80.0	80.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-44</b>	<b>-29</b>	<b>-899</b>	<b>-211</b>	<b>-185</b>	<b>-184</b>	固定资产周转天数	109.1	114.1	91.3	85.8	80.8	74.8
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>947</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>-45</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-24.60%	-32.42%	-71.32%	-66.29%	-66.85%	-67.28%
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>-39</b>	<b>-43</b>	<b>-54</b>	<b>-69</b>	<b>-88</b>	EBIT 利息保障倍数	-71.2	-45.9	12.5	-22.4	-35.9	-31.7
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-45</b>	<b>-43</b>	<b>905</b>	<b>-59</b>	<b>-69</b>	<b>-88</b>	资产负债率	27.72%	25.81%	14.07%	13.84%	15.24%	16.42%
<b>现金净流量</b>	<b>28</b>	<b>70</b>	<b>208</b>	<b>57</b>	<b>204</b>	<b>256</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	4	4	4
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.20</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402