

海晨股份 (300873)

证券研究报告

2021年07月26日

服务高端制造，信息化、智能化布局进入收获期

物流行业整体需求有望随政策转向而优化，其中一体化供应链市场有望持续提升渗透率。2012年以来由于我国经济“去制造业”的导向，物流行业需求表现较弱，但是随着十四五提出“稳定制造业比重”，行业的需求好转在望。在物流市场当中，一体化供应链凭借其更便利、更高效、更专业的特点，需求表现料将更为强势，预计2020-2025期间，市场规模从2万亿提升至3.2万亿，占外包物流比例从31%提升至34.6%。

海晨是国内电子一体化供应链领先企业，与多家电子巨头具有长期稳定的合作关系。公司利用现代信息技术、依托综合物流管理平台，积极整合已有物流资源并打造专业化的现代物流服务体系，打通了涵盖原材料物流、生产物流、成品物流以及逆向物流等供应链的全流程，实现了物流业和制造业的深入联动和良好互动。2011年成立以来，从联想集团的干线运输服务商发展至领先的电子一体化供应链企业，拥有联想集团、索尼公司、台达电子、光宝科技、大联大控股、康宁公司、伟创力公司等全球知名电子信息行业客户资源，50%以上的客户合作已超5年。

卡位电子制造、新能源汽车两大景气赛道，2020-2025市场规模有望分别扩容75%、210%，公司业务规模裂变可期。除去电子信息产业，公司于2017年开始涉足新能源汽车行业，与理想汽车共同开发一体化供应链系统，目前公司的Milk-run循环取货已经上线。随着公司与理想汽车的合作不断深入，公司的业务能力及口碑有望帮助公司取得更多整车厂的合作，并进一步延伸至零部件制造商。

物联网为基础，信息化为抓手的一体化供应链系统或将对传统物流企业形成降维打击，构建竞争壁垒。公司投入大量资金引进先进的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等，并以物联网技术融入WMS系统中，推进物流过程的可视化、自动化，在此基础上，公司在信息化和物流系统上持续投入，构建了物流云平台和行业大数据平台，在智能化、一体化、平台化上做到持续领先。

投资建议：海晨卡位电子制造及新能源赛道，有望充分受益于上游行业景气度提升的红利，不同于市场的认知，我们认为物联网技术的应用及信息化的优势对高端制造业的服务能力远超普通物流企业，在产业升级持续的背景下，公司的业务规模增长有望持续超预期，预计2021-2023年公司实现净利润2.31、3.17、4.35亿元，对应PE估值23.83X、17.39X、12.66X，首次覆盖给予“买入”评级，目标价57.31元/股。

风险提示：信息化优势丧失、经营现金流恶化、客户集中度过高、募投项目建设及收益不及预期、安全事故等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	920.34	1,073.90	1,273.54	1,626.81	2,034.69
增长率(%)	13.97	16.68	18.59	27.74	25.07
EBITDA(百万元)	190.07	272.19	274.03	369.10	475.89
净利润(百万元)	128.42	194.76	231.22	316.73	435.27
增长率(%)	61.50	51.65	18.72	36.99	37.42
EPS(元/股)	0.96	1.46	1.73	2.38	3.26
市盈率(P/E)	42.90	28.29	23.83	17.39	12.66
市净率(P/B)	8.49	3.12	2.77	2.40	2.04
市销率(P/S)	5.99	5.13	4.33	3.39	2.71
EV/EBITDA	0.00	16.15	15.21	10.88	7.99

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/物流
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	41.32元
目标价格	57.31元

基本数据

A股总股本(百万股)	133.33
流通A股股本(百万股)	33.33
A股总市值(百万元)	5,509.33
流通A股市值(百万元)	1,377.33
每股净资产(元)	13.70
资产负债率(%)	16.76
一年内最高/最低(元)	81.79/38.00

作者

高晟 分析师
SAC执业证书编号：S1110521040001
gaosheng@tfzq.com

陈金海 分析师
SAC执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 为什么我们看好物流行业细分龙头	4
1.1. 物流是制造业的血脉，“脱虚向实”或推进行业再度扩容.....	4
1.1.1. 十四五期间，物流行业需求或随制造业推进稳中向好.....	4
1.1.2. 物流降费仍在推进，或对行业形成一定冲击.....	5
1.2. 物流行业内部分化显著，马太效应逐步显现，一体化需求逐步提升.....	6
1.3. 一体化需求持续放量，细分龙头有望顺势做强.....	8
2. 海晨股份：深耕电子信息产业物流的一体化综合物流服务商	10
2.1. 公司业务增长迅速，运输和仓储是公司核心利润来源.....	11
2.1.1. 运输业务是引流和发展的基础，近年利润率有所提升.....	11
2.1.2. 仓储是公司的业务重点发展方向，也是公司信息化优势的集中体现.....	12
2.2. 公司财务表现优异，质地良好，具备持续发展的潜力.....	14
3. 海晨的看点和投资逻辑	16
3.1. 卡位高景气赛道，享受市场规模扩大的红利.....	16
3.1.1. 电子供应链自下而上提升效率需求大，较高的壁垒对供给有所压制.....	16
3.1.2. 国产新能源汽车迎来大发展，公司有望伴随行业快速成长.....	17
3.2. 公司的业务模式决定其客户黏度高、示范效应强，具备裂变效应.....	19
3.3. 兼具物流经验及对新事物的适应性，信息化能力保持行业领先.....	21
3.3.1. 公司的信息技术优势明显，推动物流业务平台化、一体化、智能化.....	21
3.3.2. 物联网技术推动业务可视化、自动化.....	23
4. 盈利预测与估值讨论	25
4.1. 盈利预测及其核心假设.....	25
4.2. 估值讨论.....	26
5. 投资建议	27
6. 风险提示	28

图表目录

图 1：我国物流总额增速与 GDP 增速高度相关.....	4
图 2：制造业物流占据我国物流总额近 9 成.....	4
图 3：2006 年起我国开始呈现去工业化导向.....	5
图 4：2012 年起第二产业就业比重开始呈现下滑趋势.....	5
图 5：物流总需求有望随政策转向二次腾飞.....	5
图 6：近年我国物流总费用占 GDP 比例下降，物流业收入占物流总费用比重稳定.....	6
图 7：物流行业头部化效应正在显现.....	7
图 8：外包物流需求规模及渗透率有望实现快于物流整体的增长率.....	7
图 9：一体化供应链的前景较外包物流更好.....	8
图 10：我们为什么如此看好各细分行业领域一体化供应链龙头.....	10

图 11: 公司股权穿透图	10
图 12: 公司运输业务单位成本连续三年下降, 为毛利率提升打下基础	11
图 13: 公司 VMI 业务的具体模式	12
图 14: 公司在 VMI 服务中应用的自动化仓储系统作业模式	13
图 15: 公司逆物流业务的具体模式	14
图 16: 公司 HUB 业务的具体模式	14
图 17: 2016-2020 公司营收、扣非净利快速增长	15
图 18: 公司仓储业务占比快速提升	15
图 19: 2020 年公司运输及仓储规模效应显现带来毛利率提升	15
图 20: 公司费用控制良好	15
图 21: 2020 年人民币大幅升值是财务费用提升的主因之一	16
图 22: 公司的智能化、信息化释放了劳动力	16
图 23: 预计电子一体化供应链市场规模扩容迅猛	17
图 24: 电子行业需要一体化物流改善其生产效率	17
图 25: 物流一体化有望帮助电子进一步实现智能化、网络化	17
图 26: 汽车供应链智能化建设的 38%为物流自动化	18
图 27: 20-25 新能源汽车市场规模保守估计增长 3 倍	19
图 28: 历年新能源汽车销量	19
图 29: 公司与联想的合作范围不断扩大与深化	20
图 30: 与理想汽车合作的深化或将成为公司下一个增长极	21
图 31: 公司的综合物流管理平台架构清晰	22
图 32: 核心业务在手机端的展示清晰, 大幅提升工作效率	23
图 33: 公司物流大数据平台的基础数据架构, 为大量积累数据打下基础	23
图 34: 海晨 ASRS 仓库及智能分拣系统	24
图 35: 海晨智能运输系统	25
图 36: A 股上市电子信息物流服务商与海晨可比性较差	27
图 37: 与其他物流细分领域龙头相比, 海晨仍具备较强竞争力	27
表 1: 未来五年我国物流行业整体或仍存较大压力	6
表 2: 部分支持一体化供应链行业发展的文件	9
表 3: 公司运输业务采用轻资产的营运模式	11
表 4: 17-19 公司各类仓储业务收入及占比	12
表 5: 公司与大客户合作关系稳定, 黏度较强	20
表 6: 公司盈利预测	26
表 7: 海晨股份的估值较其他物流细分领域龙头偏低	27

1. 为什么我们看好物流行业细分龙头

1.1. 物流是制造业的血脉，“脱虚向实”或推进行业再度扩容

1.1.1. 十四五期间，物流行业需求或随制造业推进稳中向好

我国物流行业景气度与制造业高度相关，工业品物流总额占据全国物流总额约 9 成。历史上，我国物流总额的增长与 GDP 的增长呈现较高相关性，21 世纪以来，我国经济发展进入快车道，物流行业的规模亦跟随 GDP 增长大幅扩容，我国的物流总额从 2000 年的 17.14 万亿大幅提升 17.5 倍至 2020 年 300 万亿的水平，其背后的原因在于我国是实体经济主导的全球制造大国，而物流是制造业输出全球，走向世界的载体。

2020 年我国农产品、再生资源、进口货物、居民和个人物品、工业品物流额分别为 4.6、1.6、14.2、269.9 万亿元，分别占比为 1.5%、0.5%、4.7%、3.3%、89.9%，且近 10 年来，工业品的物流总额始终维持在 90% 附近，是我国物流需求的大头。

但是从 2012 年以来，物流总额的增速持续低于 GDP 的增速，或为去工业化导向的结果。从运输货种来看，再生能源、进口货物、居民和个人物品等品类均实现了较快增长，但是农产品及占据我国物流额 90% 的工业品增长缓慢。同期，中国工业部门增加值占比和就业占比不断下滑，从工业增加值占比来看，2006 年起中国工业增加值占 GDP 的比重呈波动下降趋势，由 2006 年的 42.0% 降至 2020 年的 30.8%，尤其是 2012 年以来下滑速度明显加快。从就业占比来看，1978 年至 2012 年以来第二产业就业比重从 17.3% 波动上升至 30.3%，此后进入下滑阶段，2019 年回落至 27.5%，2020 年受疫情影响小幅回升至 28.7%。总的来说，自 2012 年以来我国经济呈现的去工业化是抑制近年物流行业发展的主要原因之一。

我国物流行业有望随政策转向而实现二次腾飞，2025 年我国物流总额有望突破 380 万亿元。“十四五”规划明确提出要“深入实施制造强国战略”、“保持制造业比重基本稳定”，与“十二五”提出的“服务业增加值占国内生产总值比重提高 4 个百分点”、“十三五”规划提出的“服务业比重进一步提高”截然不同。天风宏观团队认为，这一提法主要针对中国制造业比重过早过快下降的现象，未来 5 年制造业有望迎来更好的政策环境和更大的发展机遇。由于制造业占全国物流需求的比重较高，我们认为未来五年物流行业的需求有望改善，带动行业景气度提升。保守假设 2020-2025 年我国 GDP 复合增速为 5%，且物流总额增长率与 GDP 增速保持一致，则 2025 年我国物流总额有望达到 382.88 万亿元。

图 1：我国物流总额增速与 GDP 增速高度相关



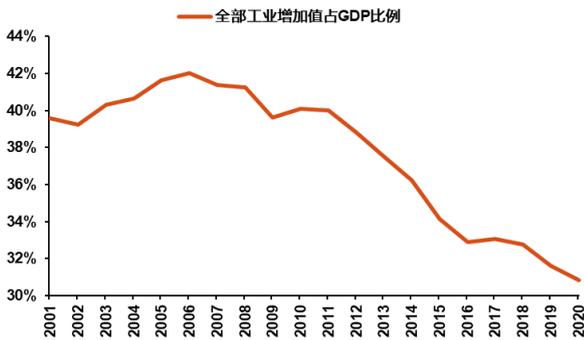
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：制造业物流占据我国物流总额近 9 成



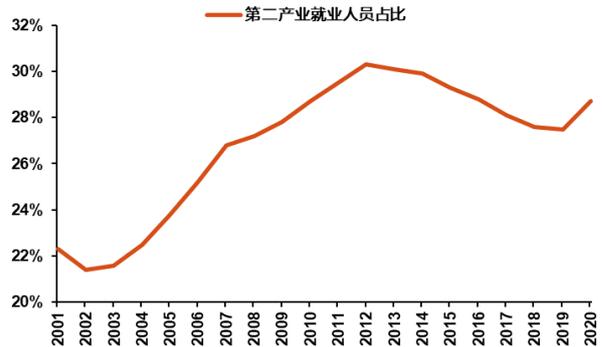
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2006 年起我国开始呈现去工业化导向



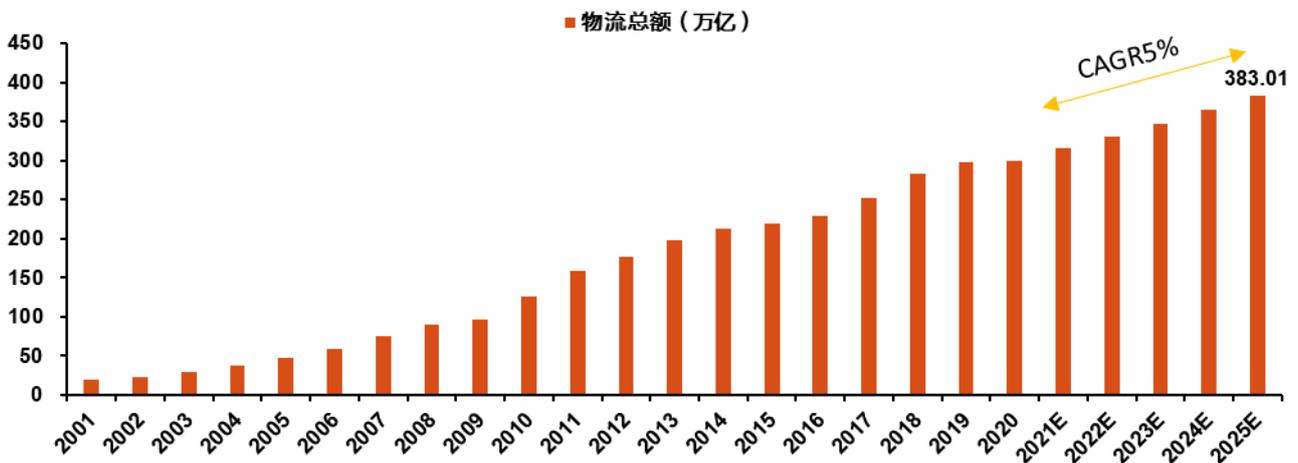
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2012 年起第二产业就业比重开始呈现下滑趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：物流总需求有望随政策转向二次腾飞



资料来源：Wind，天风证券研究所

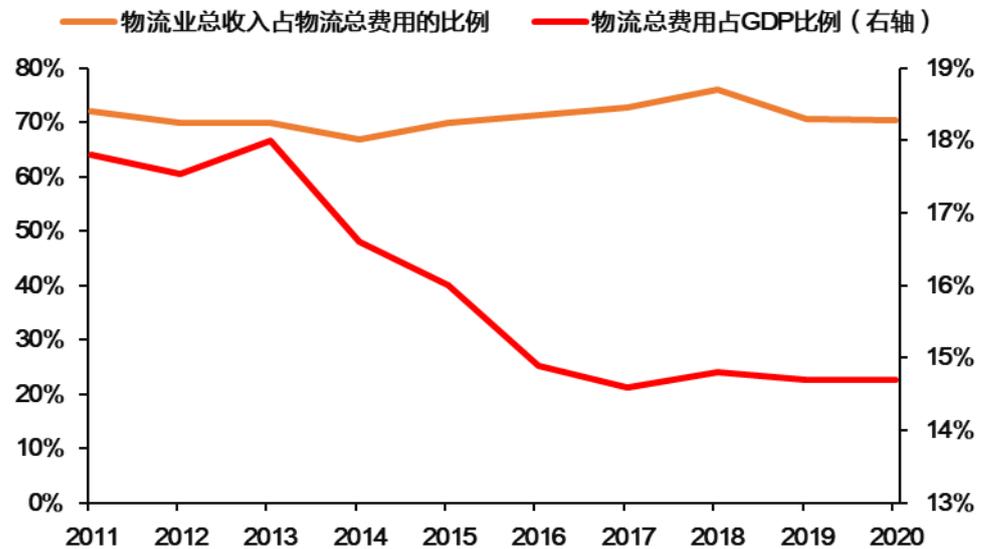
1.1.2. 物流降费仍在推进，或对行业形成一定冲击

虽然物流的需求有望实现快速增长，但是我国对物流降费的要求仍较高，物流总费用的提升空间可能不大。2020 年，我国物流总费用为 14.9 万亿，占 GDP 的比例为 14.7%，与上年基本持平，过去几年的下降趋势有所缓解，我们认为其背后的原因有二，一方面来说去年因新冠疫情，第三产业对 GDP 的贡献率下降，与物流更为相关的第二产业对 GDP 的贡献率有所提升，造成物流对经济增长的贡献提升；另一方面来说，去年下半年起，海运行业运输费率增长迅速，或对物流总费用有所拉动。而这两个因素或均将伴随新冠疫情的好转而逐步缓解，因此我们认为 2020 年该比率的企稳或是阶段性的，长期看仍将继续下降。根据《国家物流枢纽布局和建设规划》，到 2025 年，我国要布局建设 150 个左右国家物流枢纽，推动物流效率进一步提升，基本形成以国家物流枢纽为核心的现代化物流运行体系，推动物流总费用占 GDP 比例下降至 12% 的水平。

物流行业总收入与物流总费用相关度较高，行业整体来看在收入端或仍存在较大的压力。从历史上来看，我国物流行业的总收入占物流总费用的比例约为 70%，物流总费用的增长会直接带来物流行业整体的收入表现较弱。以 2020 年为基数，分别假设未来五年中国 GDP 的复合增速为 5.0%、5.5%、6.0%，且 2025 年物流总费用占 GDP 的比例为 12%，则 2025 年

我国物流总费用为 15.56、15.93、16.32 万亿，未来五年的 CAGR 分别为 0.87%、1.35%、1.83%，增长较为缓慢。

图 6：近年我国物流总费用占 GDP 比例下降，物流业收入占物流总费用比重稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：未来五年我国物流行业整体或仍存较大压力

预测我国 GDP 复合增长率	5.00%	5.50%	6.00%
2020 年 GDP(万亿元)	101.60	101.60	101.60
2025E 我国 GDP (万亿元)	129.67	132.79	135.96
2025 物流费用占 GDP 比例	12.00%	12.00%	12.00%
2025E 全国物流总费用 (万亿元)	15.56	15.93	16.32
2020 年物流总费用(万亿元)	14.90	14.90	14.90
20-25 物流总费用增量(万亿元)	0.66	1.03	1.42
物流总费用 CAGR	0.87%	1.35%	1.83%

资料来源：Wind，天风证券研究所

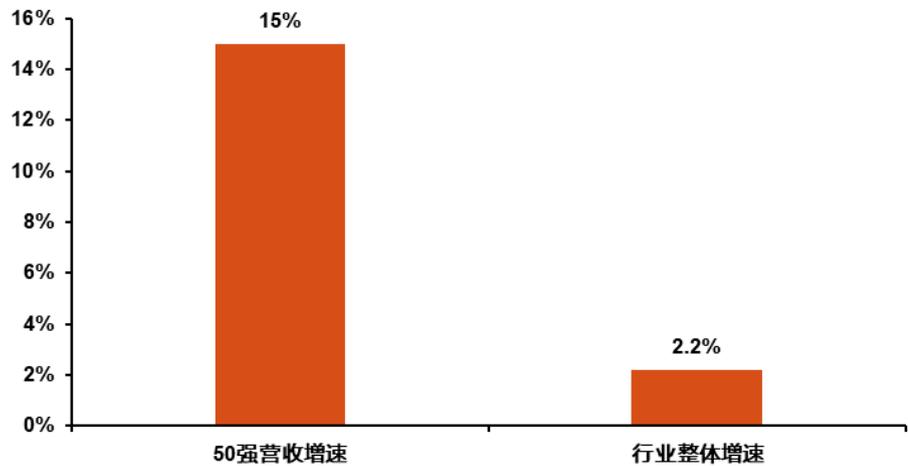
1.2. 物流行业内部分化显著，马太效应逐步显现，一体化需求逐步提升

虽然物流行业整体的表现可能偏弱，但是由于行业较大，结构化的特征较为明显。虽然 2012 年以来，我国物流总额增速表现较 GDP 稍慢，但是在产业政策的扶持下，高新技术制造业物流增长迅速，2018 年我国高新技术制造业物流的需求同比增长 10%以上，2019 和 2020 年增速亦达到 8.8%、7.1%，显著快于同期物流总额和 GDP 的增速。随着我国制造强国战略的推进，我们认为高新技术制造业的物流需求仍将维持快速增长。此外，再生资源、进口货物、单位与居民物品等品类亦展现出快速增长的态势。

行业马太效应逐步显现，2020 年头部物流企业业务收入增速明显快于行业平均，集中度有望持续提升。由于物流行业整体壁垒较低，行业常年呈现分散化、地区化的格局。2020 年，行业头部效应有所凸显，全国前 50 强物流企业收入增速达到 15%，远高于行业整体的 2.2%，但是第 50 名企业的收入规模也仅 37 亿元，占全国物流总收入的比例仅为 0.04%，行业集中度继续提升的空间较大。

物流的精细化和专业化是效率提升的必要条件，效率更高、投资更少的物流外包行业的渗透率提高或为大势所趋。物流行业的初始形态是由买方或卖方自行管理货物的包装、储存和运输的物流活动，然而随着各行业公司业务的发展，处理不断增加并且日益复杂的客户需求的挑战性会不断提升。如需依靠自有物流资源及体系开展业务，企业则需对物流的基础设施及资源进行持续投资，而这将分散企业对主业的专注度。为提升自身的生产效率，物流外包是其最优选择之一，一方面来说，利用第三方物流服务供应商的专业知识，管理及整合供应链中的各个环节会使企业的物流效率更高；另一方面来说，这也将帮助企业避免自建物流基础设施的大额投资。根据灼识咨询的数据，2015年至2020年期间，外包物流的渗透率已经从39.1%提升至43.9%，预计2020-2025年期间，外包物流规模将从6.5万亿元增至9.2万亿元，复合增速7.1%，快于同期物流支出增速（5.3%），届时外包的渗透率有望达到47.8%。

图 7：物流行业头部化效应正在显现



资料来源：物流与采购联合会，天风证券研究所

图 8：外包物流需求规模及渗透率有望实现快于物流整体的增长率



资料来源：灼识咨询，天风证券研究所

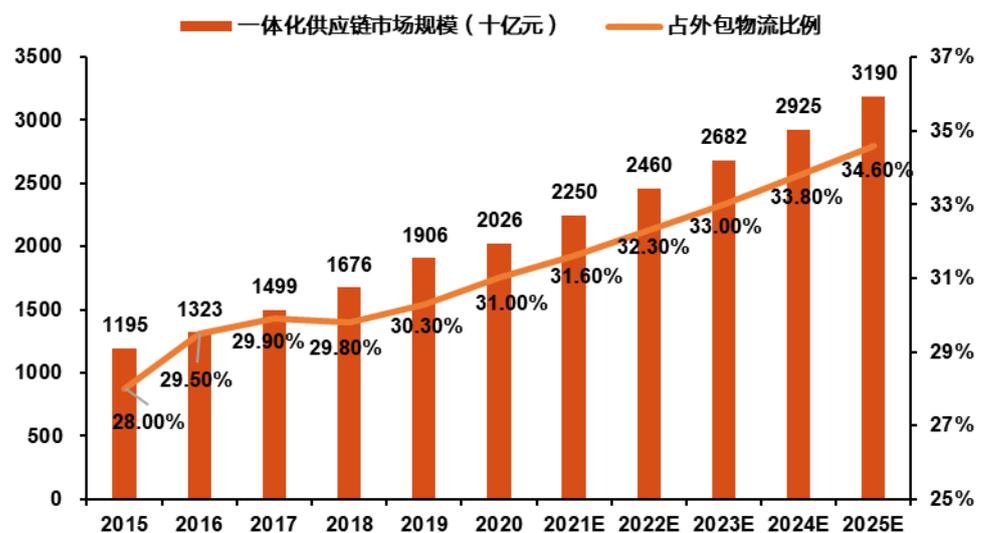
1.3. 一体化需求持续放量，细分龙头有望顺势做强

在外包物流当中，一体化供应链展现出更强的吸引力：

- 1) **更加一体化及实现端到端，便利性更强：**单一物流供应链服务商通常专注于仅提供一种特定物流服务，如快递。而具备更复杂及精细物流需求的企业将须聘请多家单一物流服务供货商。相比而言，一体化供应链物流服务供货商能够提供仓储及存货管理解决方案等一站式解决方案，从产品制造到配送满足客户的端到端需求，使企业客户避免聘请多家服务供货商的繁琐程序。
- 2) **先进的技术应用和数据赋能带来更高的效率：**传统单一的供应链物流服务大体上仍属劳动密集型，自动化水平相对更低，尤其是对于装载及分拣之类的任务而言，这将导致流程中出现效率低及易出错等情况。单一供应链物流服务供货商对数据洞察的利用有限。一体化供应链物流服务供货商通常利用技术及无人化解决方案来提高运营效率。此外，凭借先进的 IT 基础设施，不同供应链环节及不同合作伙伴之间的数据采集、整合及分析也变得更加精准。
- 3) **深入的行业洞察及见解帮助更好地解决痛点：**一体化供应链物流服务供货商对不同行业的深入了解（例如终端客户需求、商品独有特色、存货及销售周期等）使其能够提供量身定制的解决方案以解决不同行业的痛点。相比之下，从产品角度来看，由于单一供应链物流服务供货商提供的供应链物流服务范围有限，故其通常对行业不甚了解。
- 4) **具有增强客户业务运营的能力：**一体化供应链物流服务供货商可提供额外增值服务，并在销售预测、生产规划、SKU 及存货管理以及终端客户订单管理等多个方面为客户的业务运营赋能，以帮助加深其与客户的关系，从而增加客户黏性及交叉销售或追加销售的机会。

根据灼识咨询的数据，2015-2020 年以来，一体化供应链行业的规模从 1.2 万亿元提升至了 2.0 万亿元，占外包物流的比例亦从 28% 提升至了 31%。预计 2020-2025 期间，行业规模将进一步增至人民币 3.19 万亿元，复合年增长率为 9.5%，占外包物流比例将提升至 34.6%。

图 9：一体化供应链的前景较外包物流更好



资料来源：灼识咨询，天风证券研究所

往后看，一体化供应链仍具备较强的增长动力和潜力，各垂直领域的一体化供应链龙头有望充分享受上游需求放量的 β 和专业优势的 α 。

β：行业是自上而下的推动，亦是自下而上的需求

自上而下来看，国家大力支持发展一体化供应链物流服务。我国对物流行业的重视程度较高，多次提到需要做到物流的降本增效，在实施提高供应链效率、降低物流成本和促进先进技术应用上多次发布优惠政策，现代供应链基础设施的建设也已经成为重点发展目标。

自下而上来看，过去物流行业的效率提升主要集中在运输端（如促进公转铁、公转水、多式联运等），在制造端亦有效率提升的潜力。过去物流行业的效率提升主要集中于配送端，即成品从制造商到终端消费者的运输。制造端仍有巨大的潜力进一步提高效率，在端到端一体化供应链物流服务的帮助下，可通过更佳的原材料寻源采购及生产规划方式实现效率提升。

α：日益复杂的需求和第三方物流的信息化水平构筑行业竞争壁垒

不同垂直领域的客户具有各不相同的复杂需求。制造企业的供应链直接关系到客户满意度、库存周转和资金周转，为满足终端消费者对更为迅速且灵活的供应链物流服务的需求，效率的提升不可避免，但一味追求速度在物流行业不具备普适性，这便要求供应链企业针对不同领域的客户量身定制解决方案。而长期的方案设计经验及运营经验会对企业的口碑、效率、成本形成进一步优化，从而带来品牌效应及溢价。

数据洞察及其他增值服务需求的价值逐步提升。企业供应链各个环节产生的数量庞大的数据具有巨大的价值，因为对该等数据的分析能使彼等更全面地了解其运营低效的来源并使彼等能够作出更好的业务决策。由于一体化供应链物流服务在本质上更广泛地覆盖供应链，有价值的数数据更易被追踪、整合及分析。一体化供应链物流服务商可提供的该等数据洞察及辅助增值服务（如仓储网络的重新设计及销售预测）对企业亦具有吸引力及价值。

表 2：部分支持一体化供应链行业发展的文件

时间	政策	要点及影响
2020 年	《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》	• 通过提高运营效率及形成高效协同化，提高物流服务质量 and 成本效率
2020 年	《关于进一步降低物流成本的实施意见》	• 通过建设全国物流网络及供应链现代化，提高物流服务质量 and 成本效率
2020 年	《关于进一步做好供应链创新与应用试点工作的通知》	• 通过积极应用区块链、大数据等现代供应链管理技术，加快供应链数字化及智能供应链发展
2019 年	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》	• 建立优质的全国物流基础设施体系 • 促进供应链的创新及数字化，以提高企业的运营效率
2018 年	《关于开展 2018 年流通领域现代供应链体系建设的通知》	• 通过规范数据/数据接口，及提高供应链智能化，促进智能供应链发展
2017 年	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	• 促进协调供应链在制造企业中的应用，以降低运营及交易成本，并促进供应链的可视化和数字化 • 加快建设全球供应链，鼓励与其他国家根据「一带一路」倡议开展供应链基础设施网络连接

资料来源：京东物流招股说明书，天风证券研究所

图 10：我们为什么如此看好各细分行业领域一体化供应链龙头



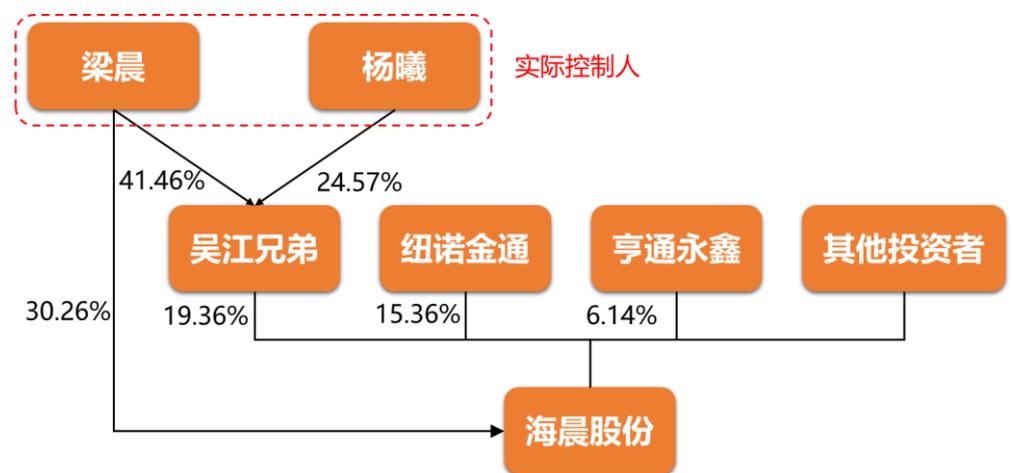
资料来源：天风证券研究所

2. 海晨股份：深耕电子信息产业物流的一体化综合物流服务商

江苏海晨物流股份有限公司成立于 2011 年，2016 年整体改制为股份有限公司，2020 年 8 月 24 日在深交所创业板上市。公司主营业务是为电子信息产业相关企业提供全方位、一体化的现代综合物流服务，深度嵌入电子信息行业内企业采购、生产、销售及售后服务等各业务环节，现已逐步成长为“以仓储服务为龙头，货运代理服务为载体”的现代综合物流服务提供商。

公司股权较为集中，实际控制人为董事长、总经理梁晨，及其子杨曦，具备持续做大做强的动力。从股权结构来看，公司是较为典型的家族企业，创始人兼董事长梁晨及员工持股平台吴江兄弟，梁女士直接持有公司 30.26% 的股份，并与其子杨曦通过持股平台间接持有公司 12.78% 的股份，对公司拥有控制权，实控人有动力也有能力发现公司经营中存在的问题，并加以改进，帮助公司持续做大做强。

图 11：公司股权穿透图（截至 2021.3.31）



资料来源：Wind，天风证券研究所

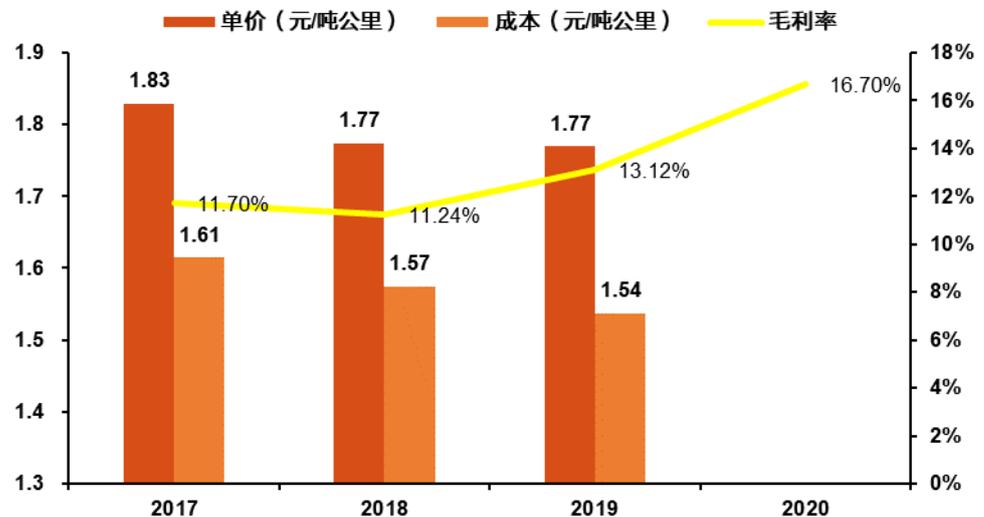
2.1. 公司业务增长迅速，运输和仓储是公司核心利润来源

公司主营电子产业的全程一体化供应链服务，其核心业务收入来源于运输和仓储环节。经过多年的发展与积累，公司服务网点已经遍布江苏、安徽、上海、广东、湖北、四川等省份，建立了覆盖全国主要地区的物流网络，并在香港、泰国和德国等部分区域建立公司，形成了便捷高效的集货运代理、仓储服务等于一体的现代化物流服务体系。拥有联想集团、索尼电子、台达电子、光宝科技、大联大控股、康宁公司、伟创力等全球知名电子信息行业客户资源，为 2000 余家电子制造及配套厂商提供综合物流供应链。并于 2017 年起开始与理想汽车进行合作。从各业务的营收占比来看，2016-2020 年，运输服务和仓储服务占据了公司营收 85-90%，是公司的业务基石。

2.1.1. 运输业务是引流和发展的基础，近年利润率有所提升

运输是公司业务的基石，为吸引客户资源的重要保障以及仓储服务业务发展的重要支持。公司的运输业务采用较轻资产的形式运营，根据招股说明书，自有运力 2017-2019 年公司自有运力承运的业务量占运输整体业务量的 13.67%、9.92%、10.08%，与优质供应商形成合作。期间，公司对运输业务不断进行结构调整和管理，利用物流行业信息技术的发展和丰富的物流业务经验，通过线路平衡优化、积极采取集拼运输、实施甩挂运输等方式途径，在运输业务过程中实现循环对流运输、降低自有运力的空驶率、提高单车装载率，成功实现了单位成本的下降，2017-2019 期间，公司运输业务的单位分别为 1.61、1.57、1.54 元/吨公里，改善的趋势较为明显。这也为公司 2020 年运输毛利率的大幅提升打下了基础。

图 12：公司运输业务单位成本连续三年下降，为毛利率提升打下基础



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

注：公司 2020 年未披露吨公里数据，但是有毛利率数据，故 2020 年的单价/单位成本数据有所缺失

表 3：公司运输业务采用轻资产的营运模式

指标 (万吨公里)	2017	2018	2019
自有运力	2605.69	2131.24	2449.93
占比	13.67%	9.92%	10.08%
外采运力	16460	19357.91	21847.45
占比	86.33%	90.08%	89.92%
合计	19065.69	21489.15	24297.38
占比	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.1.2. 仓储是公司的业务重点发展方向，也是公司信息化优势的集中体现

公司为客户提供多元化的仓储服务，以满足不同业务模式下的客户需求。公司仓储服务业务主要包括 VMI 业务、逆向物流（备品备件分拨中心）、HUB 等模式。2017-2019 年，公司 VMI 模式和 HUB 模式的复合增长率分别为 12.2%、14.3%。

表 4：17-19 公司各类仓储业务收入及占比

项目	2017		2018		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
VMI 模式	7670.56	38.79%	9588.82	32.83%	9663.38	27.33%
HUB 模式	12105.99	61.21%	12731.35	43.59%	15816.43	44.73%
逆向物流			6885.28	23.58%	9879.72	27.94%
合计	19776.55	100.00%	29205.45	100.00%	35359.53	100.00%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

VMI 模式：

VMI (Vendor Managed Inventory) 是现代物流管理理念的产物，也是大型企业集团在生产过程中常采用的模式，在电子信息产品制造、汽车制造等零部件种类、型号数量众多的生产行业中得到较多应用。VMI 是指采购方和供应商双方在一个共同的协议下，由第三方物流公司管理供应商库存，根据采购方订单计划进行预测，供应商按照订单预测提前补充一定安全库存到 VMI 仓库，物权属于供应商，再根据采购方实际生产订单需求拉动并根据订单数量送货至生产线签收，系统生成收货凭证。

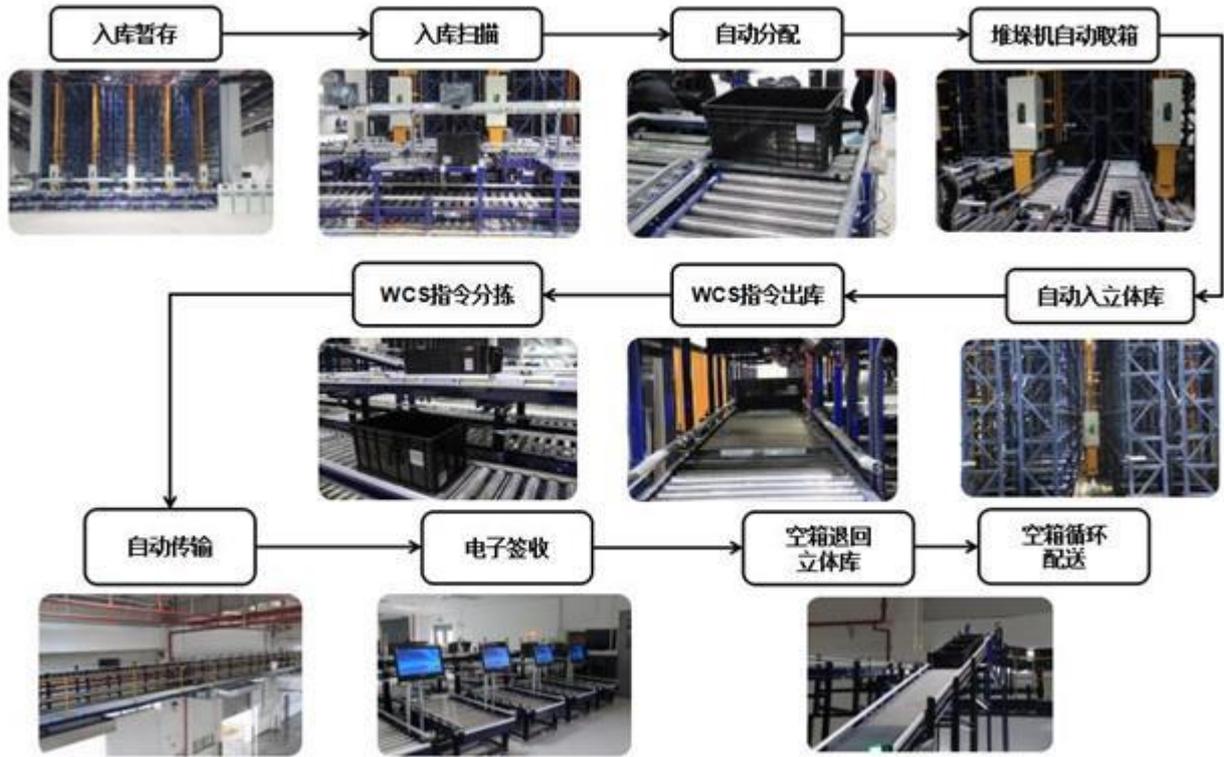
在 VMI 服务模式下，交易双方都变革了传统的独立预测模式，尽最大可能地减少由于独立预测的不确定性导致的资金、商品和物料的浪费，降低了供应链的总成本。VMI 这种库存管理策略打破了传统的各自为政的库存管理模式，体现了供应链的集成化管理思想，适应市场及行业发展方向的要求。

图 13：公司 VMI 业务的具体模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 14：公司在 VMI 服务中应用的自动化仓储系统作业模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

逆向物流：

逆向物流是指不合格物品的返修、退货以及周转使用的包装容器从需方返回到供方所形成的物品实体流动以及备品备件的流动，主要包括备品备件分拨、不合格品的返修退货等。

在备品备件服务模式下，随着电子信息产品市场的竞争加剧，通过在售后服务领域提供更多、更便捷的增值服务成为增强客户粘度和保持核心竞争力的重要方式，因此诸多 IT 电子品牌商通过在主要销售区域建立备品备件分拨中心，以此满足日益增加的销售规模带来的售后服务问题。公司的备品备件分拨中心根据客户售后服务承诺而规划、设计与建立，提供备品备件的仓储、装卸、整机拆件、序号扫描及出入库等服务。

图 15：公司逆物流业务的具体模式

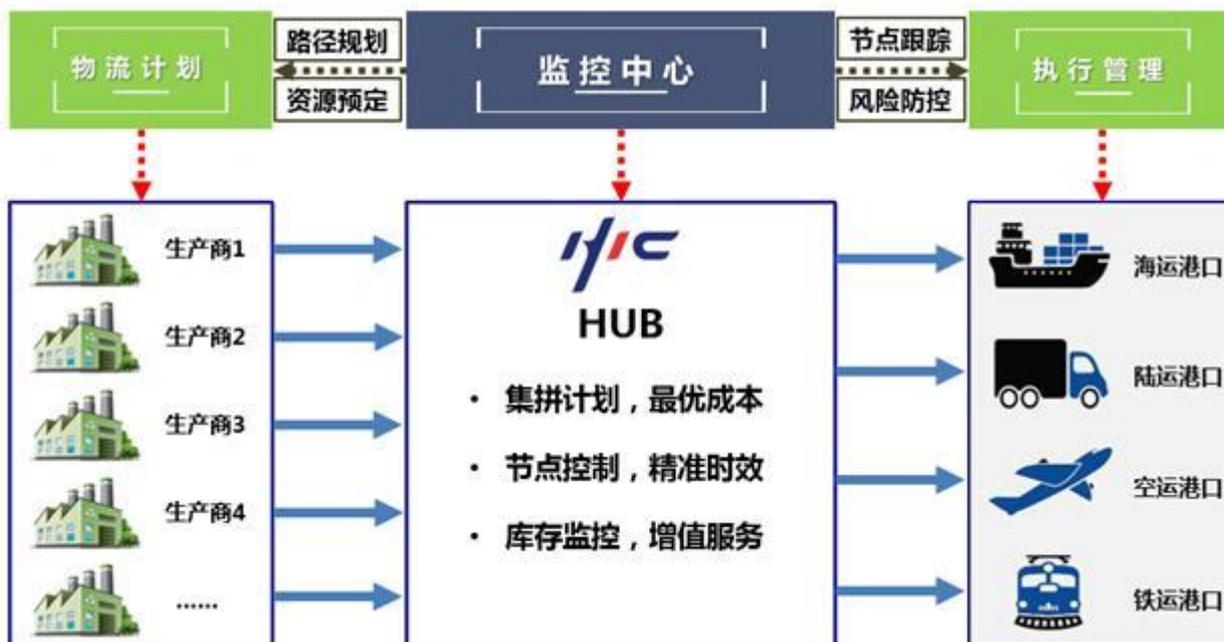


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

HUB 模式：

HUB 模式是指公司为客户提供仓库作为集散中心，存放品牌厂商从各制造工厂运送来的货物，再通过统一的计划安排，根据目的地、满载率、客户交期、成本等因素，集中将货物以海运或空运或陆运等方式发运到指定地点，以实现提高物流效率、降低物流成本的目的。

图 16：公司 HUB 业务的具体模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

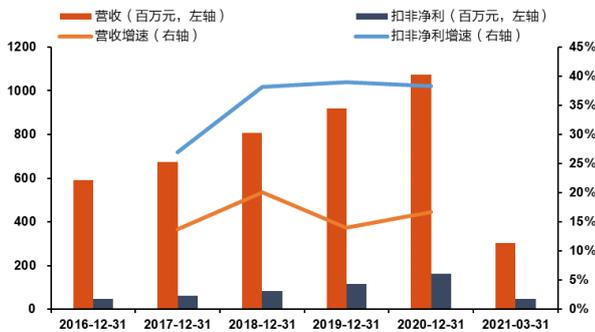
2.2. 公司财务表现优异，质地良好，具备持续发展的潜力

开源方面，近年公司营收增长稳定，且高毛利的仓储业务增长快于整体及 2020 年公司运

输业务的毛利率提升带动公司毛利率提升。2020年，海晨实现营业收入10.74亿元，同比增长16.68%，扣非归母净利润1.62亿元，同比增长38.29%。2016-2020年，公司的营业收入CAGR约为16.11%，而总毛利的CAGR为19.37%，扣非净利的CAGR为35.48%，拆分来看，公司营收的持续增长主要由运输业务和仓储服务业务推动，其中，高毛利的仓储服务占营收比例从2016年的31.15%提升至2020年的39.44%，占据公司营收接近一半的运输服务的毛利率也于2020年提升至16.70%，同比提升3.59%，带来了毛利率的快速提升。

节流层面，智能化、信息化带来公司人员结构改善及人工成本下降，三费随规模效应显现而下降。2016-2021，公司管理费用、销售费用、财务费用、研发费用之和占公司营收的比例分别为17.92%、13.84%、12.04%、10.62%、11.90%，呈现下降的趋势，2020年有所回升的主要原因之一在于20年人民币汇率单边大幅升值给公司带来了近2000万元的汇兑损失。另外，值得注意的是，**公司仓储业务，受益于公司的智能化、信息化推进，人力成本出现较为明显的下降，占营收比重较2019年下降2.84%，同比较少约1424万元。**在开源和节流的共同作用下，公司实现了扣非净利润增速连续四年快于营收增速，财务数据持续提升！

图 17：2016-2020 公司营收、扣非净利快速增长



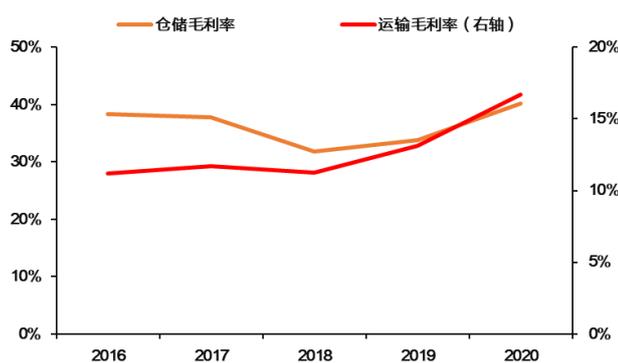
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：公司仓储业务占比快速提升



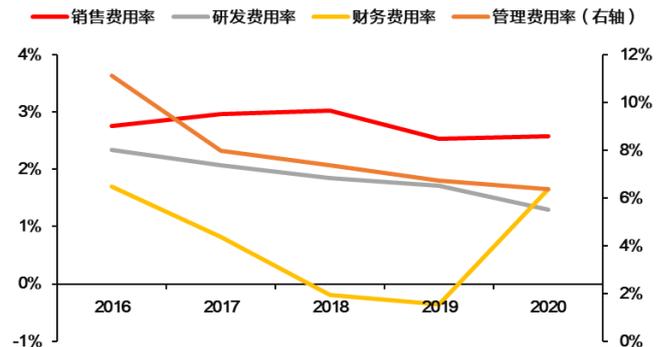
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2020 年公司运输及仓储规模效应显现带来毛利率提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：公司费用控制良好



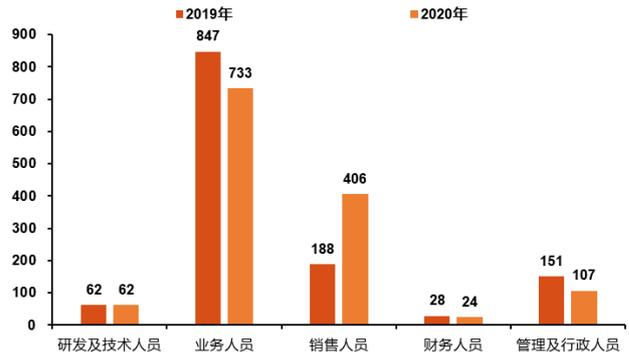
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2020 年人民币大幅升值是财务费用提升的主因之一



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：公司的智能化、信息化释放了劳动力（人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 海晨的看点和投资逻辑

3.1. 卡位高景气赛道，享受市场规模扩大的红利

垂直领域的一体化供应链服务商由于目前仍处于起步阶段，国内尚未见到如辛克、CEVA 这类在多领域实现一体化供应链服务领先的公司，而局限于公司的专业性，公司的成长性和发展性与上游行业的景气度息息相关，因此对上游客户的选择和对拓展领域成长性的布局是企业的核心竞争力之一。

3.1.1. 电子供应链自下而上提升效率需求大，较高的壁垒对供给有所压制

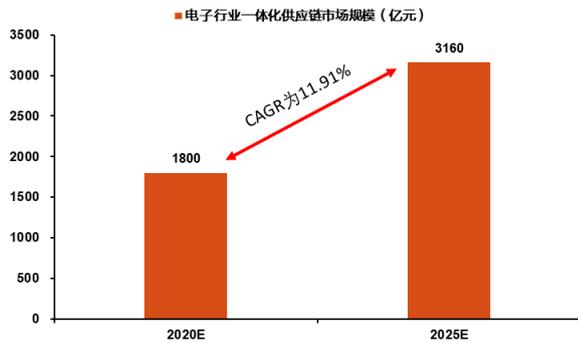
电子产业发展迅猛，2020-2025 相关一体化供应链服务市场规模有望扩容 75%。2018-2020 年，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增长 13.1%、9.3%、6.9%，明显快于制造业整体的 6.5%、6.0%、3.4%，行业仍处于快速发展的阶段。与之配套的物流需求亦随之高速增长，根据灼识咨询的数据，3C 电子行业对一体化供应链物流服务的需求将由 2020 年的人民币 1800 亿元增至 2025 年的人民币 3160 亿元，复合年增长率为 11.9%。

电子信息产业使用第三方物流的比例较高，主因专业性要求较高。电子信息产品具有高精度、高价值、结构复杂、易碎等特征，带来供应链管理的高难度，一方面来说，随着我国产业的升级，越来越多企业的产品在全球范围内流通、销售、生产和消费，电子信息产品的物流活动日益变得庞大及复杂；另一方面来说，电子信息产品的迭代周期快、市场价格变化快、维修售后需求大，对企业快速响应市场需求变化和适应行业激烈竞争提出了更高的要求。客户数量多、货物品类广、运输网络密、仓储条件复杂均是电子供应链行业的挑战，因此需要运用先进的物流设备和信息技术对物流总体方案进行统筹管理，从而提高物流效率和质量。

电子公司的总资产周转率连续三年下降，对存货管理和生产效率提升的潜在需求较强，物流有望赋能行业智能化、网络化提升。由于先进制造业的生产流程偏柔性化，同一条生产线可能需要混合多种型号、品类的产品，发生调度失误导致设备空转停转、产品错装混装

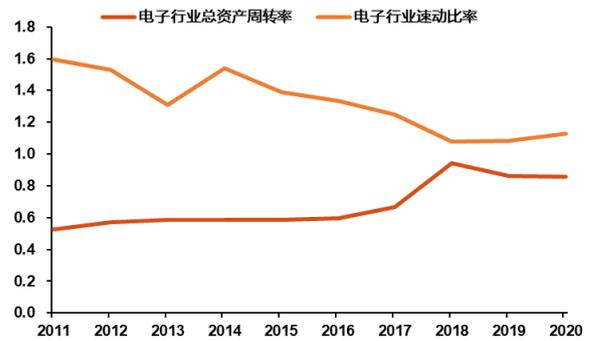
等情况的机会便比传统行业更高，而这也对生产效率和客户满意度造成负面影响。以申万一级电子行业为样本，近三年行业的总资产周转率出现了较为明显的下降、存货周转天数则呈现波动向上的趋势，且上市公司往往具有相对更高的管理水平和规范，如果拓展至全行业，数据的表现可能更弱。为此，智能工厂的建设和升级对行业来说势在必行，而与智能工厂匹配的智能物流亦不能拖后腿，虽然电子行业在信息化和自动化层面已经较为领先，但是在智能化和网络化层面仍有提升空间，只有两业融合推进，才能真正地做到降本增效。

图 23：预计电子一体化供应链市场规模扩容迅猛



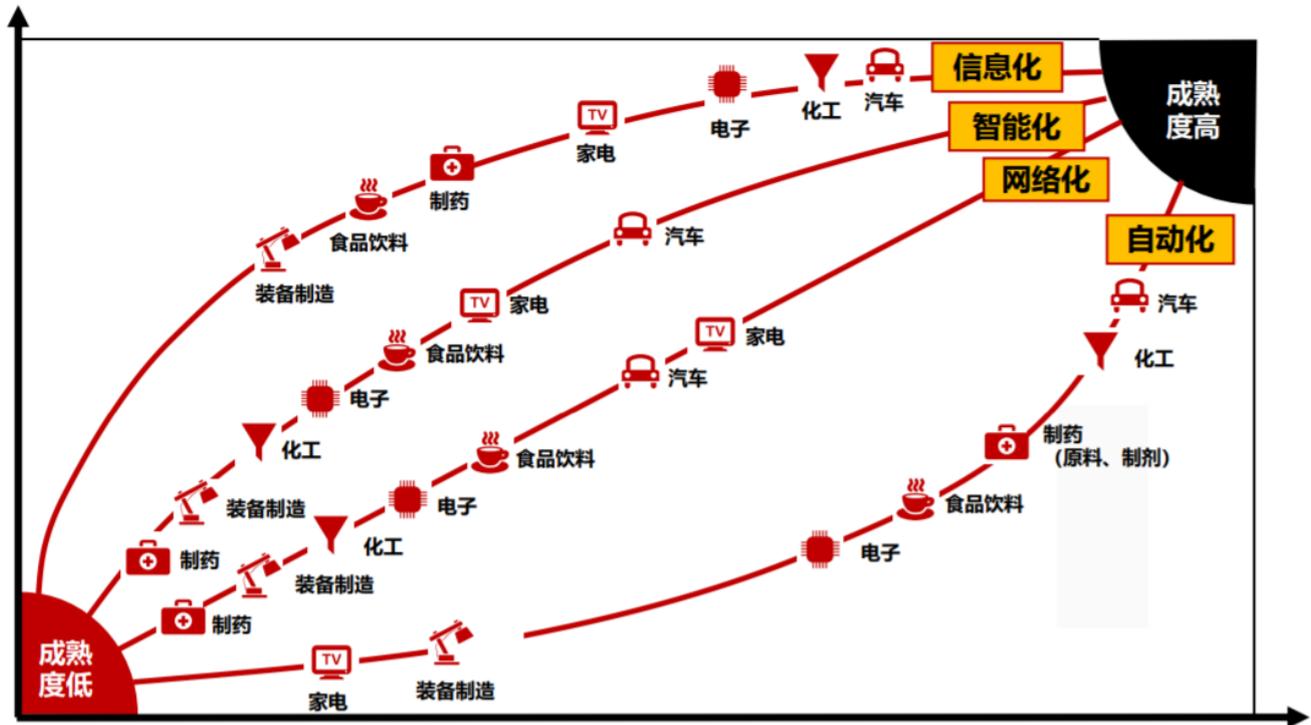
资料来源：灼识咨询，天风证券研究所

图 24：电子行业需要一体化物流改善其生产效率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：物流一体化有望帮助电子进一步实现智能化、网络化



资料来源：京东物流研究院，天风证券研究所

3.1.2. 国产新能源汽车迎来大发展，公司有望伴随行业快速成长

汽车是一体化供应链最大市场，预计 2025 年市场规模达 4460 亿。灼识咨询预计汽车行业对一体化供应链物流服务的需求将由 2020 年的人民币 3470 亿元增至 2025 年的人民币

4460 亿元，复合年增长率为 5.2%。由于汽车及其零部件的单位价值较高，以及所涉及的 SKU 数目较大，因此在仓储及运输方面需要更高的供应链管理标准。

图 26：汽车供应链智能化建设的 38%为物流自动化



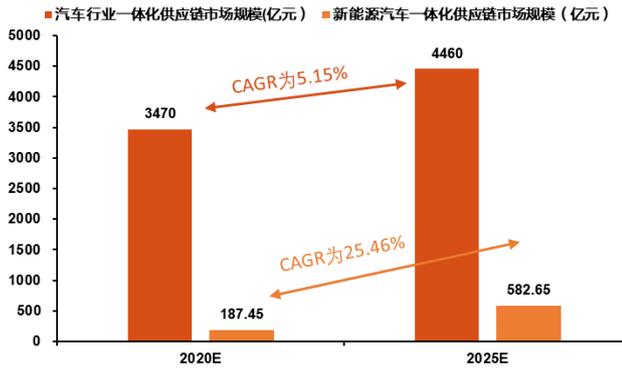
资料来源：京东物流研究院，天风证券研究所

新能源汽车行业发展有望进一步提速，2020-2025 国内配套一体化供应链市场需求保守估计有 3 倍空间。根据《新能源汽车产业发展规划》，到 2025 年我国新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右。2020 年我国的汽车销量为 2531.1 万辆，新能源汽车的销量为 136.7 万辆，渗透率约为 5.4%，简单按每一辆汽车的一体化供应链服务价格相同来计算，2020 年新能源汽车的一体化供应链市场规模为 187.45 亿元。假设 2025 年汽车销量为 2500 万辆，新能源汽车当中插电混动（由于同时有燃油发动机和电机，供应链更为复杂）与纯电的销量比例维持不变，且由于规模效应的体现，单车供应链服务的价格下降 15%，则 2025 年新能源汽车一体化供应链的市场规模约为 582.65 亿元，为 2020 年的 3.11 倍。

电动化浪潮兴起，更高的模块化率为国内一体化供应链企业创造入场机会。相比于传统燃油汽车，新能源汽车更容易实现模块化，根本原因在于三电系统等零部件之间以柔性的电缆连接，与燃油汽车的“发动机-变速器-传动轴”之间完全以硬性的机械连接有所不同，且所占的体积比燃油发动机更小，剩下的电池虽然体积较大，但更容易在底盘上进行布置。在物流层面，以动力电池为核心架构的新能源车机械零部件数量相比燃油汽车大量减少，并且电驱系统和电子电气设备早已经在零部件层面实现了集成，因此一体化供应链的难度有所下降，为国内公司提供了参与的机会，亦为后续的增值服务打开了空间。

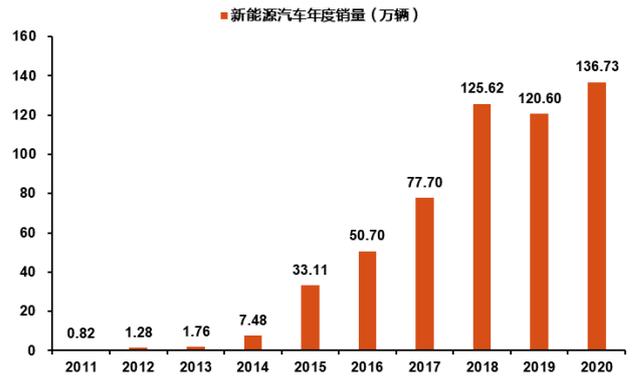
初创电动车公司供应链能力不足，需要一体化供应链公司帮助共同研发物流系统，相关供应链公司有望伴随汽车公司共同成长。不同于国产燃油汽车自主品牌，新能源汽车自主品牌展现出了较强的产品力和竞争力，如蔚来、小鹏、理想等品牌均取得了较高的关注度，我们有理由相信，新势力汽车品牌有望受益于本轮全球电动化浪潮，取得销量的高速增长。而在当前阶段，由于新势力的体量还较小，支付能力亦可能偏弱，国内的物流供应链公司以其更强大的资源网络和更低的人工成本及收费，可以成为新势力在建立智能化工厂和供应链更具性价比的选择。对于供应链公司而言，虽然期初的利润率可能相对偏低，但是有望在未来的市场中取得更高的份额，且规模效应的提升可以让成本迅速下降。

图 27：20-25 新能源汽车市场规模保守估计增长 3 倍



资料来源：Wind，灼识咨询，天风证券研究所

图 28：历年新能源汽车销量



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 公司的业务模式决定其客户黏度高、示范效应强，具备裂变效应

合作的深化、拓张是公司竞争力的表现，亦是客户黏度的加深。公司成立初期，凭借位于华东苏州地区的区位优势并利用华东苏州地区较为丰富的资源和客户需求，通过招标方式进入联想华东内部及华东-华南等地区运输业务，随后在提供业务的过程中，公司凭借良好的服务效率、快速响应能力、服务质量以及不断提升的物流信息技术、逐步建设完善的综合物流管理平台等，逐步拓展与联想集团的合作范围和领域并不断深入，在运输业务之外逐步提供仓储服务、关务业务，陆续中标获得了香港本地派送业务、联想集团成品的集拼仓储服务业务、合肥联宝 VMI 仓储服务业务、联想集团手机成品仓储服务业务、摩托罗拉武汉至香港跨境运输业务等，目前公司已经深度嵌入联想集团原材料物流、生产物流、成品物流以及逆向物流等供应链的全流程。对于制造企业而言，由于切换物流供应商便意味着生产的节奏、可视化都面临潜在的影响和磨合期，一旦选定合适的物流便不会轻易更换，以避免高昂的转换成本，据公司披露，公司超过 50% 的客户已经合作 5 年以上。

证明自身服务能力后，对同类型客户具有示范效应，有望带来业务的延展和裂变。公司与联想形成合作并逐步加深的过程中，开发了大量电子信息产业的客户，包括索尼电子、台达电子、光宝科技、大联大控股、康宁公司、伟创力等全球知名电子信息行业客户资源，为 2000 余家电子制造及配套厂商提供综合物流供应链，竞争力和能力边界得到不断完善。今年一季度 VIVO/OPPO、新华三、新金宝、奇宏等客户业务规模增长 1 倍以上，康宁、光宝、罗技等客户增幅 90% 以上，新客户增量贡献约占增量总额的 10%，我们认为公司营收快速扩张的奇点已至，看好公司营收实现快速增长。

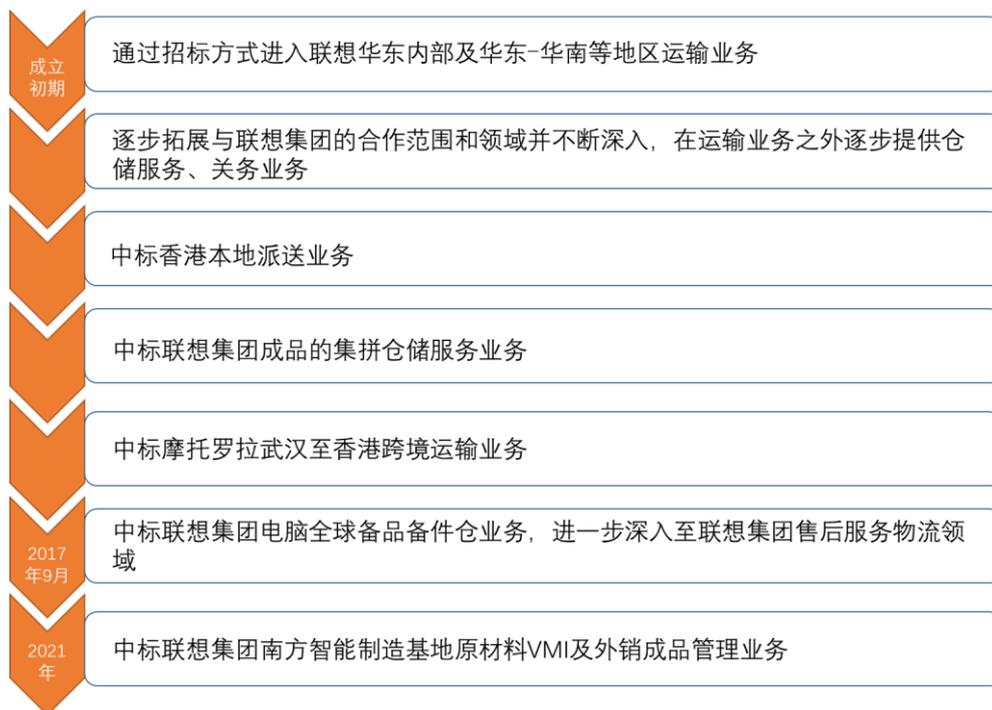
对于新能源汽车领域，公司与理想汽车较早形成接触，未来有望循迹电子产业，实现高速发展。海晨和理想于 2017 年开始合作，在理想汽车建立常州工厂时，通过招标形式取得了理想的厂内物流管理业务，由于新能源汽车的智能化程度高，其零部件存在迭代快、时效要求高的特征，因此海晨出色 IT 系统集成赋能对客户具有较强吸引力。类似于海晨和联想集团的合作路径，公司未来一方面可以伴随理想的发展，在保持竞争优势的前提下继续寻求与理想汽车合作的深化，并拓展其他新能源汽车整车客户；另一方面来说，公司与理想汽车的合作带来了其对于新能源汽车零部件厂商更高的曝光度，在新能源汽车零部件领域有望实现业务的裂变。

表 5: 公司与大客户合作关系稳定, 黏度较强

年度	序号	客户名称	销售金额	占比
2019 年度	1	联想集团	31,433.43	34.15%
	2	成都班列	5,972.65	6.49%
	3	美团点评	4,208.01	4.57%
	4	索尼公司	2,783.41	3.02%
	5	台达电子	2,593.56	2.82%
合计			46,991.07	51.06%
2018 年度	1	联想集团	26,806.55	33.20%
	2	成都班列	3,644.49	4.51%
	3	台达电子	3,394.57	4.20%
	4	大联大控股	2,612.63	3.24%
	5	光宝科技	2,597.47	3.22%
合计			39,055.71	48.37%
2017 年度	1	联想集团	18,538.75	27.58%
	2	成都班列	3,537.14	5.26%
	3	台达电子	3,190.30	4.75%
	4	大联大控股	2,593.23	3.86%
	5	光宝科技	1,964.41	2.92%
合计			29,823.83	44.37%

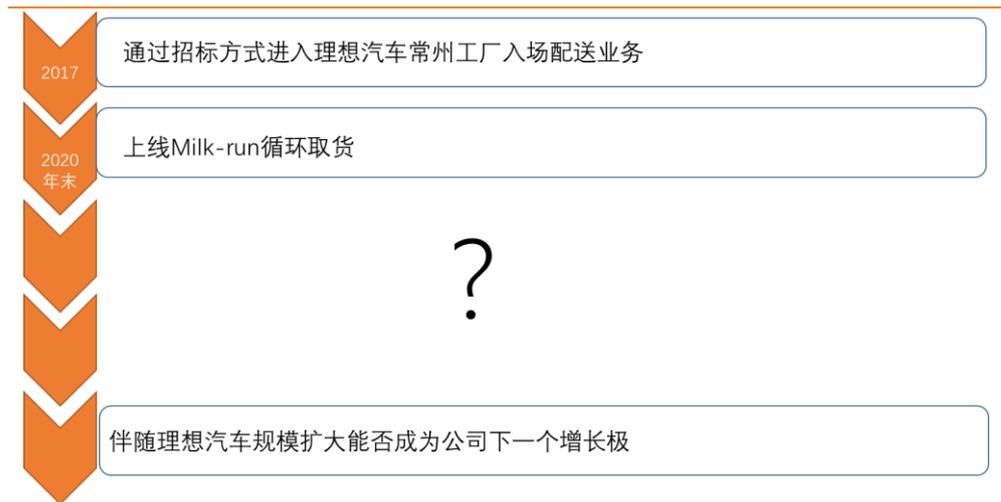
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 29: 公司与联想的合作范围不断扩大与深化



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 30：与理想汽车合作的深化或将成为公司下一个增长极



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 兼具物流经验及对新事物的适应性，信息化能力保持行业领先

公司管理层平均年龄 37 岁，集结行业经验丰富的技术专家和 IT 研发团队。一体化供应链业务是集运输、仓储、运筹学、信息科学、动态规划和精益生产等学科为一体的现代服务业，这不但对业务执行层面的人才形成挑战，管理层对新技术、新业态的开放程度、接受程度亦至关重要。根据德勤的研究，39%的千禧一代拥有本科或以上的学历，相比之下，婴儿潮一代只有 25%，X 世代只有 29%，且千禧一代在获取技能和知识方面有了更灵活的观点，通常更愿意接受扩展自己技能的需求。由于国内相关领域的人才较为稀缺，管理层的年轻化更容易帮助公司培养培育专业人才，并抓紧新技术带来的行业变化。

3.3.1. 公司的信息技术优势明显，推动物流业务平台化、一体化、智能化

公司目前所具备的信息技术优势：

1) 公司拥有先进的信息技术及物流管理系统

信息技术在物流领域的应用能较大提升物流运营效率和效益，是现代物流企业核心竞争力的重要表现。公司在信息系统建设中坚持关键程序自行开发的原则，将全球定位系统(GPS)、条码技术、射频识别技术(RFID)等现代信息技术与多年的行业经验结合，自主开发了订单管理系统(OCS)、仓储管理系统(WMS)、运输管理系统(TMS)、国际货运管理系统(FMS)、报关管理系统(CDS)等多个作业执行子系统，从而构建了公司的综合物流管理平台。

图 31：公司的综合物流管理平台架构清晰



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2) 公司积极搭建物流云平台，更加高效的提供综合物流服务及管理

同时，公司顺应物流行业的未来发展趋势积极搭建公司物流云平台，实现综合物流服务的平台化（利用移动互联网的技术手段构建物流行业共生的生态系统）、一体化（通过系统为客户提供一站式整合的供应链服务和解决方案）、数字化（提供端到端全链路的实时、共享、透明的可视化管理）、自动化（不断集成自动化立库、搬运机器人、影像识别等自动化设备，融合网络、硬件、软件多领域技术实现执行过程自动化）、智能化（充分利用生产过程中采集的数据，通过机器学习和科学算法来实现提前预测、实时调度、事后优化）。

3) 基于移动互联网的即时在线、简单高效的系统操作体验

随着信息化建设与物流业务的深入融合，公司还开发了核心业务的 APP 系统，将原 PC 端 WMS、TMS 系统的拣货、出货、对点交接、货物移位、库存查询、承运司机执行时间等操作进行可视化展示。APP 系统的应用提升了与客户信息交流效果，有效降低了人员工作量同时也大大提高了管理效率，提升了客户满意度。

借助物流信息化系统建设，公司的综合物流管理平台和 APP 应用已经形成了物流业务的强健支撑体系。公司通过信息化系统的应用不仅实现了流程制定、执行跟踪、异常预警及处理等业务的在线监控，还有效整合了订单、查询、运营、结算等多项功能，大大提高了公司现代综合物流服务质量和成本管理水平和实现了部门之间共享数据的统一化、规范化和便捷化，为供应链管理的持续优化积累了丰富的数据资料，也为管理层决策提供了重要的参考依据。

图 32：核心业务在手机端的展示清晰，大幅提升工作效率

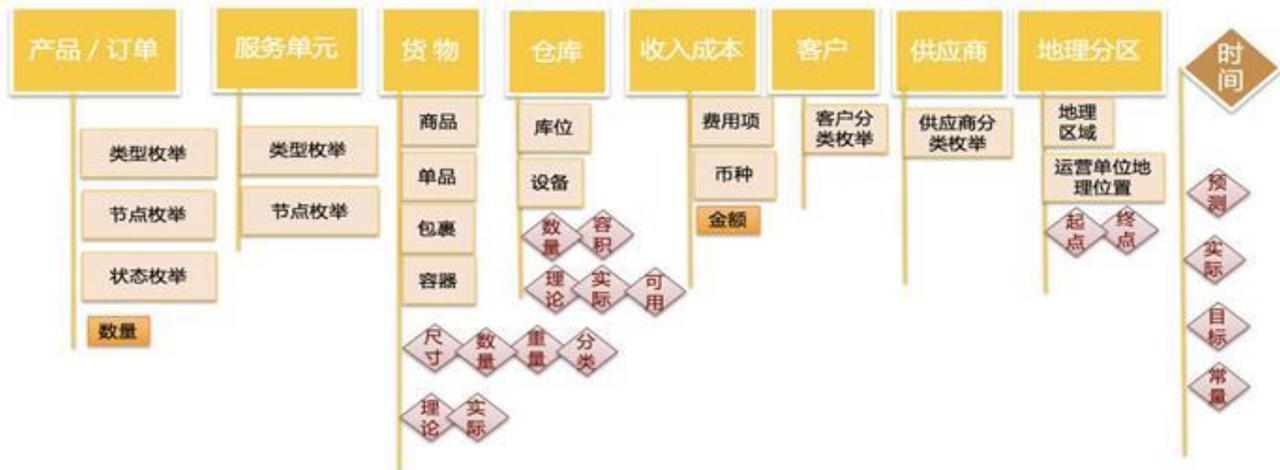


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4) 专注物流行业的大数据平台

公司经过多年物流行业的深耕积累了大量的营运数据，建立了一套基础数据模型体系，精准定义出适用物流行业的业务对象、维度、指标，并设计一系列分析主题用于强化公司经营

图 33：公司物流大数据平台的基础数据架构，为大量积累数据打下基础



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

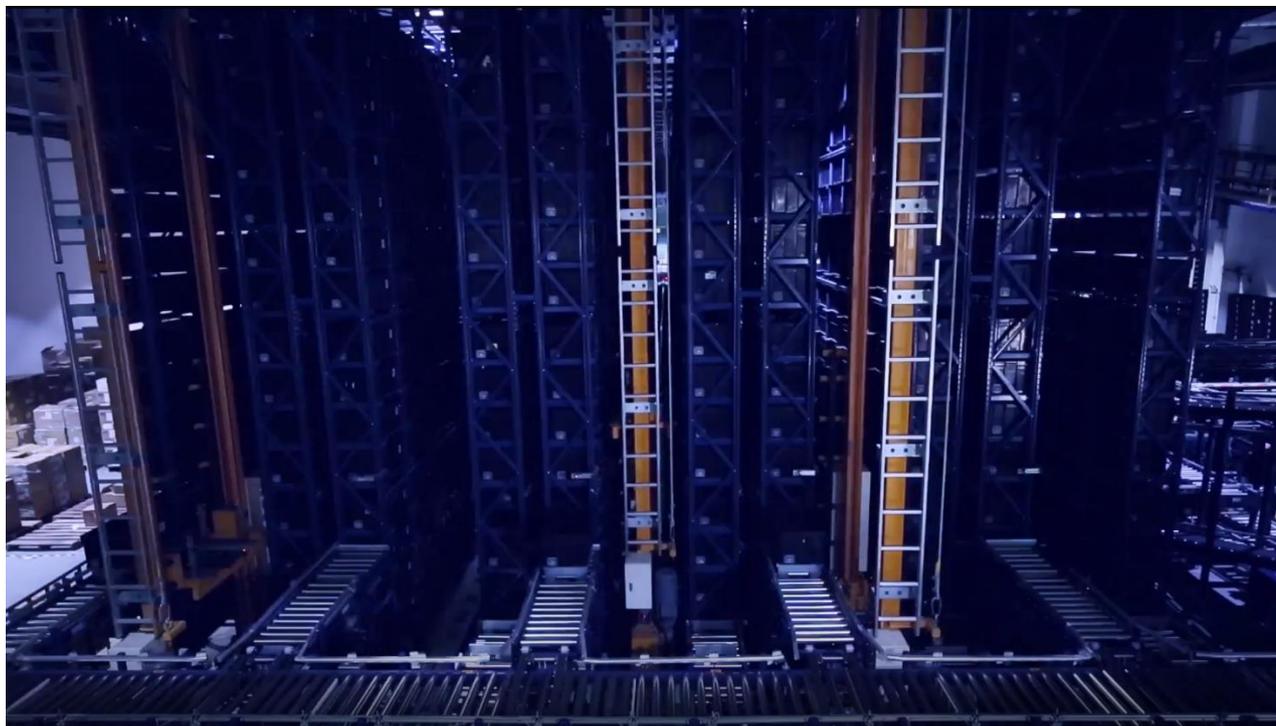
3.3.2. 物联网技术推动业务可视化、自动化

物联网技术提高公司自动化、可视化、智能化水平。公司投入大量资金引进先进的 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等，并以物联网技术融入 WMS 系统中。自动化立体仓库及自动化配套设施与制造企业的物流管理、采购、生产部门之间通过电子数据的交换、端到端的信息化运作有效实现了对库存管理、订单配送、库存呆滞预警等可视化管理，支持客户电子信息产品实现柔性生产。同时，公司在为客户提供物流服务过程中通过 RFID、二维码等电子标签技术、高速单证扫描仪的整合，提高了对多品类、小体积物料的认识、跟踪、定位和分拣的高效率和准确性。

公司逐步推广和应用密集型公共智慧仓，大大提高仓储空间的利用率。2020 年公司中标深国际华南物流园 2 号仓密集型公共智慧仓，海晨提供自动化集成解决方案、密集型立体库及多穿车、周转栈板应用、设备安装调试、系统集成等，该项目于 2020 年 12 月份正式上线，上线后实现人员降低 24%、出货效率提升 46%、存储储位增加 100%，取得了良好的项目效益。

将互联网思维与公司网络结合，构建竞争壁垒。广泛的物流服务网络是供应链企业发展壮大的根本，目前公司正在构建下一代智能运输管理平台，实现物流运输过程的信息化管理，覆盖所有海晨现有物流业务订单和作业执行环节；构建统一、集中的物流业务合同（应收、应付、内部）、计费、结算（内外部）日轧账管理平台；实现按客户、内部机构、线路等维度的收入成本利润分析；构建无车承运平台，实现车货匹配。以互联网思维促进管理思维转型，借助强大的系统工具抢占新一轮市场发展的信息制高点。目前该系统正在顺利持续推进过程中。

图 34：海晨 ASRS 仓库及智能分拣系统



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 35：海晨智能运输系统



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值讨论

4.1. 盈利预测及其核心假设

核心假设:

- 1) 公司在电子信息行业、新能源汽车行业的一体化供应链业务发展良好，保守假设公司现有仓储设施在 2021-2023 的营收增长率分别为 15.0%、10.0%、8.0%；且公司的仓储业务会随着募投项目吴江仓库和合肥智慧仓的投产而提升，根据公司招股说明书中的数据，我们测算吴江仓库将在 21-23 年分别为公司贡献增量营收 49.8、118.5、142.2 百万元，合肥智慧仓将在 22-23 年分别为公司贡献增量营收 54.4、199.3 百万元。
- 2) 公司的运输业务量与公司的仓储业务量发展较为同步，但是由于近年公司均在大力发展仓储业务，运输业务的营收增长趋势或将略慢于仓储业务，但是 22-23 年亦会随着新仓库的投产带来业务规模的迅速提升。
- 3) 由于 2020 年出现了海运费触底反弹后创出新高的情况，而这也与货运代理的服务费规模具有相关性，公司的关务业务在 2021 年或将有所回落，随后在 2022-2023 维持 3%的温和增长率。
- 4) 其他业务的收入成本规模分别每年以 3%的温和速率增长。

表 6: 公司盈利预测

盈利预测 (百万元)	2020-12-31	2021E	2022E	2023E
运输业务				
收入	500.2	590.2	767.3	959.1
YOY	16.3%	18.0%	30.0%	25.0%
成本	416.6	512.5	650.8	800.5
YOY	11.5%	23.0%	27.0%	23.0%
毛利	83.6	77.8	116.5	158.6
毛利率	16.7%	13.2%	15.2%	16.5%
仓储业务				
收入	423.6	536.9	708.7	920.2
YOY	19.8%	26.8%	32.0%	29.8%
业务自然增长	423.6	487.1	535.8	578.7
YOY	19.8%	15.0%	10.0%	8.0%
吴江自动化库		49.8	118.5	142.2
YOY			138.1%	20.0%
合肥智慧仓			54.4	199.3
YOY				266.7%
成本	253.6	319.4	419.5	542.9
YOY	8.4%	26.0%	31.3%	29.4%
毛利	170.0	217.4	289.1	377.3
毛利率	40.1%	40.5%	40.8%	41.0%
关务业务				
收入	102.5	97.4	100.3	103.3
YOY	12.8%	-5.0%	3.0%	3.0%
成本	34.9	33.5	34.5	35.5
YOY	20.1%	-4.0%	3.0%	3.0%
毛利	67.6	63.9	65.8	67.8
毛利率	66%	66%	66%	66%
其他业务				
收入	47.6	49.0	50.5	52.0
YOY	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%
成本	31.1	32.0	32.9	33.9
YOY	9.1%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利	16.6	17.1	17.6	18.1
毛利率	34.8%	34.8%	34.8%	34.8%
营业总收入	1073.9	1273.5	1626.8	2034.7
YOY	16.7%	18.6%	27.7%	25.1%
总毛利	337.8	376.2	489.0	621.8
YOY	32.2%	11.4%	30.0%	27.2%
毛利率	31.5%	29.5%	30.1%	30.6%

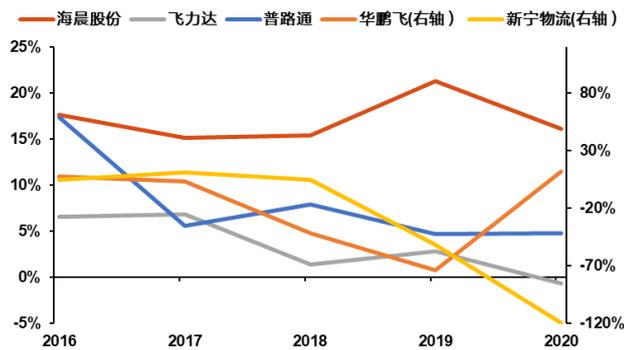
资料来源: Wind, 招股说明书, 天风证券研究所

4.2. 估值讨论

A 股中，与公司的业务具备相似的标的有飞力达、华鹏飞、普路通、新宁物流等，但是由于海晨股份的 ROE 水平等核心指标明显较其余标的更好，因此我们认为不具备可比性。因此，我们选择了物流各领域龙头与海晨股份进行比较，我们选择了国内时效快递龙头顺丰控股、通达系电商快递龙头中通快递、危化品物流龙头密尔克卫、在广深地区跨境电商仓储龙头嘉诚国际与公司进行比较。

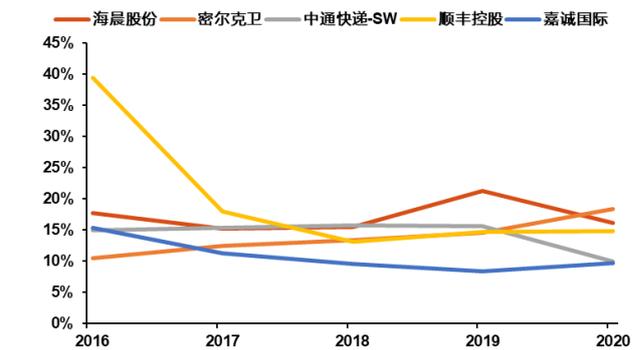
通过比较，2021-2023 物流细分领域龙头的平均 PE 估值分别为 32.92X、24.13X、19.64X，目前海晨股份的 PE 估值为 23.83X、17.39X、12.66X，以 2022 年其他物流龙头平均估值 24.13 倍为参照，公司的股价较当前仍有 38.70% 的上行空间，对应目标价为 57.31 元/股。

图 36: A 股上市电子信息物流服务商 ROE 水平与海晨可比性较差



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 37: 与其他物流细分领域龙头相比, 海晨 ROE 仍具备较强竞争力



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 7: 海晨股份的估值较其他物流细分领域龙头偏低

代码	简称	总市值 (亿元)	净利润			PE 估值		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603713.SH	密尔克卫	155.59	417.75	561.63	718.71	37.24	27.70	21.65
2057.HK	中通快递	1,601.03	4,739.68	5,940.92	7,481.00	33.78	26.95	21.40
002352.SZ	顺丰控股	2,809.05	5,632.58	7,946.55	10,223.46	49.87	35.35	27.48
603535.SH	嘉诚国际	55.18	294.00	441.00	450.00	18.77	12.51	12.26
002930.SZ	宏川智慧	77.94	312.80	430.15	506.04	24.92	18.12	15.40
平均						32.92	24.13	19.64
300873.SZ	海晨股份	55.09	231.22	316.73	435.27	23.83	17.39	12.66

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 净利润预测中海晨股份的数据为天风测算数据, 其与标的数据为 Wind 一致预期

5. 投资建议

行业层面，虽然物流行业整体的景气度可能较为一般，但是类似于 2010-2020 期间网购之于实体店消费，供应链一体化企业有望对其他物流企业形成洗牌，实现市场规模及渗透率的大幅扩容，其中海晨卡位的 3C 电子赛道及新能源赛道有望受益于上游行业的高景气，增速大概率较市场整体更快；公司层面，不同于市场的认知，我们认为物联网技术的应用及信息化的优势对高端制造业的服务能力远超普通物流企业，在产业升级持续的背景下，公司的业务规模增长有望持续超预期，预计 2021-2023 年公司实现净利润 2.31、3.17、4.35 亿元，对应 PE 估值 23.83X、17.39X、12.66X，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 57.31 元/股。

6. 风险提示

公司丧失信息化优势：高端制造供应链一体化是技术密集型行业，如公司的信息技术更新不及时，可能存在大面积损失客户的风险。

经营现金流恶化风险：业务模式决定公司服务的企业体量均明显大于自身，向上下游占款的能力亦比较强，如上游客户付款不及时，可能造成公司的现金流恶化。

客户集中度过高的风险：公司第一大客户联想贡献的收入占公司营收比例近 40%，虽然公司正大力发展其他产业和其他客户，但是较高的占比意味着较高的风险，如联想终止与公司的合作，或造成较大的经营压力。

募投项目建设及收益不及预期：如果公司的吴江仓、合肥仓等募投项目投产进度低于预期，或收益能力不及预期，公司的营收增长可能会不及预期。

安全事故：公司的运输业务为外购运力的轻资产模式，VMI 仓储的物权也属于客户，且高端制造业的货品价值较高，如发生安全事故并影响客户公司的正常生产，可能面临大额赔偿。

A 股与外股估值体系不同的风险：估值讨论中，我们选取的中通快递在港股上市，可能存在两市估值体系不同，带来标杆估值不具备参考意义的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	232.96	448.72	495.26	646.08	859.33
应收票据及应收账款	215.52	276.64	317.68	459.57	523.86
预付账款	0.66	1.06	3.08	1.25	3.82
存货	1.88	23.03	13.25	7.17	14.59
其他	15.62	895.66	906.87	934.92	959.26
流动资产合计	466.65	1,645.10	1,736.15	2,048.99	2,360.86
长期股权投资	1.69	3.62	3.62	3.62	3.62
固定资产	287.65	268.61	395.53	563.07	602.48
在建工程	39.17	57.90	99.16	49.83	174.88
无形资产	111.18	108.58	105.10	101.62	98.13
其他	60.55	56.97	55.11	52.42	51.08
非流动资产合计	500.25	495.68	658.52	770.56	930.20
资产总计	966.90	2,140.79	2,394.66	2,819.55	3,291.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	161.09	207.12	221.07	329.60	358.64
其他	57.60	55.68	64.12	62.19	74.41
流动负债合计	218.69	262.80	285.19	391.78	433.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	30.87	38.33	33.11	34.10	35.18
非流动负债合计	30.87	38.33	33.11	34.10	35.18
负债合计	249.56	301.12	318.29	425.88	468.23
少数股东权益	68.06	75.66	87.86	102.88	123.27
股本	100.00	133.33	133.33	133.33	133.33
资本公积	188.70	1,083.12	1,083.12	1,083.12	1,083.12
留存收益	542.70	1,631.87	1,855.18	2,157.45	2,566.23
其他	(182.11)	(1,084.32)	(1,083.12)	(1,083.12)	(1,083.12)
股东权益合计	717.34	1,839.66	2,076.37	2,393.67	2,822.83
负债和股东权益总计	966.90	2,140.79	2,394.66	2,819.55	3,291.07

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	134.75	202.55	231.22	316.73	435.27
折旧摊销	29.96	29.12	25.30	35.27	39.02
财务费用	(0.94)	20.79	(3.00)	(15.00)	(26.00)
投资损失	(0.91)	(7.86)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	(5.98)	(50.99)	(10.31)	(30.97)	(35.04)
其它	(10.40)	9.16	15.84	18.28	23.85
经营活动现金流	146.47	202.78	256.06	321.31	434.10
资本支出	47.92	17.96	195.22	149.00	198.92
长期投资	0.91	1.93	0.00	0.00	0.00
其他	(78.18)	(919.25)	(401.60)	(319.01)	(418.93)
投资活动现金流	(29.34)	(899.36)	(206.38)	(170.00)	(220.00)
债权融资	0.40	0.31	1.53	0.75	0.86
股权融资	5.38	902.20	4.21	15.00	26.00
其他	(51.54)	25.32	(8.87)	(16.24)	(27.70)
筹资活动现金流	(45.77)	927.84	(3.13)	(0.50)	(0.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	71.36	231.26	46.55	150.81	213.26

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	920.34	1,073.90	1,273.54	1,626.81	2,034.69
营业成本	664.88	736.10	897.37	1,137.80	1,412.90
营业税金及附加	7.10	6.27	9.29	11.31	13.62
营业费用	23.36	27.69	34.39	40.67	46.80
管理费用	61.73	68.54	70.04	81.34	91.56
研发费用	15.87	13.84	19.10	27.66	38.66
财务费用	(3.21)	17.76	(3.00)	(15.00)	(26.00)
资产减值损失	0.00	0.00	0.61	0.20	0.27
公允价值变动收益	0.00	2.62	3.00	3.00	3.00
投资净收益	0.91	7.86	3.00	3.00	3.00
其他	(12.29)	(43.54)	(11.99)	(11.99)	(11.99)
营业利润	161.99	236.76	251.73	348.83	462.87
营业外收入	3.27	14.44	52.60	46.80	80.00
营业外支出	1.32	6.37	7.40	5.03	6.27
利润总额	163.94	244.83	296.93	390.60	536.61
所得税	29.19	42.27	52.87	58.59	80.49
净利润	134.75	202.55	244.06	332.01	456.11
少数股东损益	6.32	7.80	12.84	15.28	20.85
归属于母公司净利润	128.42	194.76	231.22	316.73	435.27
每股收益(元)	0.96	1.46	1.73	2.38	3.26

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	13.97%	16.68%	18.59%	27.74%	25.07%
营业利润	36.02%	46.16%	6.32%	38.57%	32.69%
归属于母公司净利润	61.50%	51.65%	18.72%	36.99%	37.42%
获利能力					
毛利率	27.76%	31.46%	29.54%	30.06%	30.56%
净利率	13.95%	18.14%	18.16%	19.47%	21.39%
ROE	19.78%	11.04%	11.63%	13.83%	16.12%
ROIC	32.33%	49.64%	43.44%	43.82%	46.66%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	25.81%	14.07%	13.29%	15.10%	14.23%
净负债率	-32.42%	-24.37%	-23.78%	-26.96%	-30.41%
流动比率	2.13	6.26	6.09	5.23	5.45
速动比率	2.13	6.17	6.04	5.21	5.42
营运能力					
应收账款周转率	4.51	4.36	4.29	4.19	4.14
存货周转率	528.63	86.21	70.20	159.31	187.00
总资产周转率	1.01	0.69	0.56	0.62	0.67
每股指标(元)					
每股收益	0.96	1.46	1.73	2.38	3.26
每股经营现金流	1.10	1.52	1.92	2.41	3.26
每股净资产	4.87	13.23	14.91	17.18	20.25
估值比率					
市盈率	42.90	28.29	23.83	17.39	12.66
市净率	8.49	3.12	2.77	2.40	2.04
EV/EBITDA	0.00	16.15	15.21	10.88	7.99
EV/EBIT	0.00	17.88	16.76	12.03	8.71

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com