

交通运输

上半年业绩符合预期，Q2 业绩提升显著

2021 年 08 月 27 日

——嘉诚国际（603535）2021 年中报点评

公司评级：增持(维持)

分析师：陈建生

执业证书：S1030519080002

电话：0755-83199599

邮箱：chenjs2@cscs.com.cn

研究助理：李时樟

电话：0755-83199599

邮箱：lisz@cscs.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

- 1、Q1 业绩符合预期，新增东南亚跨境电商物流 2021.04.22
- 2、嘉诚港二期稳步投产，业绩增长长期即将到来 2021.03.26
- 3、核心区位仓储产能释放，联手菜鸟加码跨境电商 2021.01.19

核心观点：

- 1) 上半年业绩符合预期。公司上半年实现营收 5.96 亿元，同比增长 19.72%，实现归母扣非净利润 0.94 亿元，同比增长 57.98%（隐含两年复合增速为 26.22%），整体符合预期（55%）。
- 2) Q2 业绩提升显著。公司 Q1、Q2 归母扣非净利润同比增长 111.16%/35.36%，隐含两年复合增速分别为 4.81%/32.58%；公司 Q1、Q2 实现综合毛利率分别为 28.18%/29.02%，较去年同期分别提升 1.95/5.52pct；公司 Q1、Q2 的 ROE 分别为 2.22%/3.44%，较去年同期分别提升 0.07/0.62pct。我们认为，公司 Q2 综合物流板块（高毛利业务）逐步起量，盈利能力持续提升。
- 3) 静待产能逐步投放，新业务放量增长。公司上半年仓储物流产能逐步投放，南沙自贸区内嘉诚国际港（二期）步入试运行阶段，年内将大规模投入运营，期间公司新增 Lazada 跨境出口业务，受益于东南亚跨境电商高景气度，2 季度该业务快速起量，为公司贡献增量收益。上半年公司新投建海口综合保税区多功能数智物流中心项目，期间公司向海发控股租赁旗下仓储资源，已开始试运营海南免税物流业务。
- 4) 盈利预测与投资评级。根据我们对公司的盈利预测，2021-2023 年公司营业收入分别为 17/22/28 亿元，同比增长 48%/30%/27%；净利润分别为 2.35/3.28/4.50 亿元，同比增长 46%/39%/37%；对应 EPS 分别为 1.57/2.18/2.99 元，对应市盈率分别为 24/17/12X。我们看好公司自有仓储所在地的区位优势，同时考虑加入菜鸟网络后带来的业务量增长，以及切入海南免税物流市场后成长空间进一步打开，维持“增持”评级。
- 5) 风险提示：工程进度不及预期、与菜鸟合作不及预期。

嘉诚国际（603535）与沪深 300 对比表现



| 公司数据 | Wind 资讯 |
|------------------|----------|
| 总市值（百万） | 5,519.68 |
| 流通市值（百万） | 5,519.68 |
| 总股本（百万股） | 150.40 |
| 流通股本（百万股） | 150.40 |
| 日成交额（百万） | 24.83 |
| 当日换手率（%） | 0.45 |
| 第一大股东 | 段容文 |
| 请务必阅读文后重要声明及免责条款 | |

| 预测指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1151.38 | 1699.91 | 2201.55 | 2802.65 |
| 收入同比 | -3.59% | 47.64% | 29.51% | 27.30% |
| 净利润（百万元） | 161.62 | 235.93 | 327.51 | 450.06 |
| 净利润同比 | 26.4% | 46.0% | 38.8% | 37.4% |
| 毛利率 | 24.04% | 27.41% | 28.94% | 30.34% |
| 净利率 | 14.04% | 13.88% | 14.88% | 16.06% |
| EPS（元） | 1.07 | 1.57 | 2.18 | 2.99 |
| PE（倍） | 34.4 | 23.6 | 17.0 | 12.4 |

一、盈利预测及投资评级

1.1 关键假设

(1) 收入增长假设

根据我们的预测,公司 2021-2023 年整体营收增速分别为 47.64%、29.51%、27.30%, 分项业务如下:

综合物流: 根据公司年报披露, 嘉诚国际港二期仓库已实现试运营, 预计下半年可实现大规模投产, 考虑到仓库完全投产后仓储转移尚需一定时间,我们将完全投产时间定为 2022 年。另外我们将海口保税仓项目暂定为 2023 年实现投产, 因此我们预计 2021-2023 年公司综合物流板块营收增速分别为 80.75%、40.32%、35.79%。

商品销售: 公司为松下电器提供商品经销业务, 是松下电器在华南大区的总代理, 近 3 年商品销售收入复合增长率为 20.11%, 考虑到受家电行业周期下行影响, 我们预计未来三年公司商品销售收入增速分别为 15.00%、13.00%、11.00%。

Figure 1 收入预测表 (百万元)

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 综合物流 | 586.37 | 573.95 | 1037.41 | 1454.77 | 1975.43 |
| YOY | 0.93% | -2.12% | 80.75% | 40.23% | 35.79% |
| 商品销售 | 573.38 | 559.69 | 643.64 | 727.32 | 807.32 |
| YOY | 13.57% | -2.39% | 15.00% | 13.00% | 11.00% |
| 其他 | 34.46 | 17.74 | 18.85 | 19.46 | 19.90 |
| YOY | 15.68% | -48.52% | 6.25% | 3.25% | 2.25% |
| 合计 | 1194.21 | 1151.38 | 1699.91 | 2201.55 | 2802.65 |
| YOY | 7.05% | -3.59% | 47.64% | 29.51% | 27.30% |

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

(2) 毛利率假设

预计公司未来三年毛利率分别为 27.41%、28.97%、30.34%, 分业务明细如下:

综合物流: 嘉诚港 2 期完全投产使用后, 智慧仓储物流改造升级将提升配送效率及降低物流成本。我们预计未来三年综合物流业务板块业务毛利率分别

为 38.90、38.95%、39.00%。

商品销售：我们预计未来三年商品销售板块毛利率分别为 9.65%、9.75%、9.85%。

Figure 2 分版块业务毛利率预测表（百万元）

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 综合物流 | 38.60% | 38.75% | 38.90% | 38.95% | 39.00% |
| 商品销售 | 10.73% | 9.49% | 9.65% | 9.75% | 9.85% |
| 其他 | 2.89% | 1.28% | 1.50% | 1.52% | 1.54% |
| 综合毛利率 | 24.19% | 23.95% | 27.41% | 28.97% | 30.34% |

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

（3）期间费用率假设

我们预计未来三年公司期间费用率分别为 11.85%、11.90%、11.90%。

Figure 3 公司期间费用率假设（%）

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 4.13% | 2.25% | 3.25% | 3.35% | 3.40% |
| 管理费用率 | 6.85% | 7.30% | 7.10% | 7.05% | 7.00% |
| 研发费用率 | 1.46% | 1.47% | 1.50% | 1.50% | 1.50% |
| 财务费用率 | 0.01% | 0.23% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 期间费用率 | 12.45% | 11.25% | 11.85% | 11.90% | 11.90% |

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

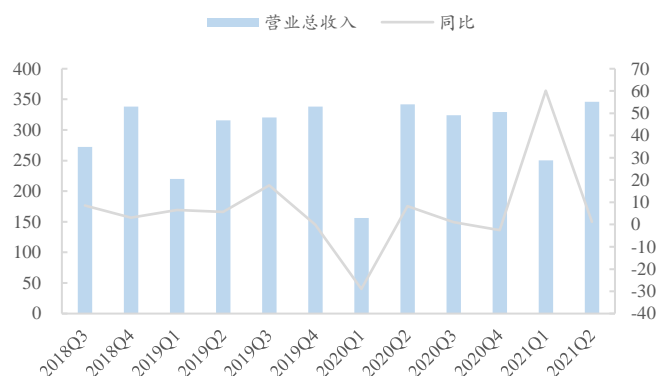
1.2 盈利预测

根据假设条件，我们预测 2021-2023 年公司实现的营业收入分别为 16.99/22.02/28.02 亿元；实现净利润分别为 2.35/3.28/4.50 亿元，对应 EPS 分别为 1.57/2.18/2.99 元。

1.3 投资评级

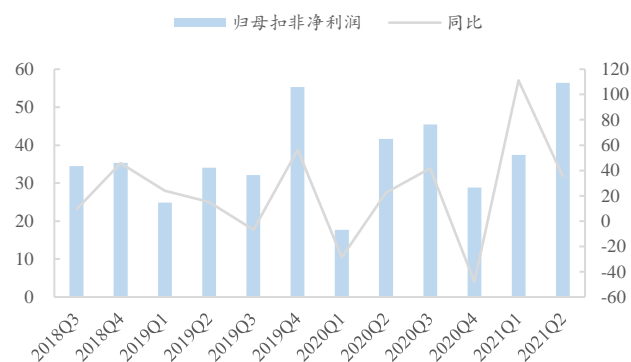
根据我们对公司的盈利预测，2021-2023 年公司营业收入分别为 17/22/28 亿元，同比增长 48%/30%/27%；净利润分别为 2.35/3.28/4.50 亿元，同比增长 46%/39%/37%；对应 EPS 分别为 1.57/2.18/2.99 元，对应市盈率分别为 24/17/12X。我们看好公司自有仓储所在地的区位优势，同时考虑加入菜鸟网络后带来的业务量增长，以及切入海南免税物流市场后成长空间进一步打开，维持“增持”评级。

Figure 4 公司营业收入及增速（百万元，%）



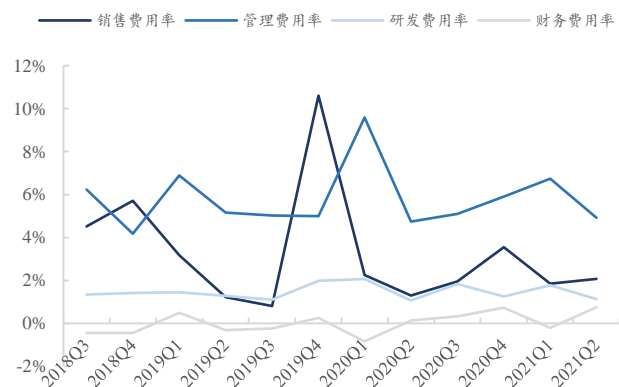
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 公司归母扣非净利润及增速（百万元，%）



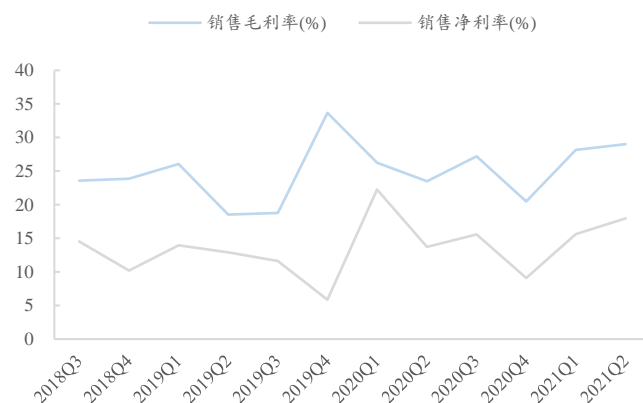
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 6 公司费用率明细



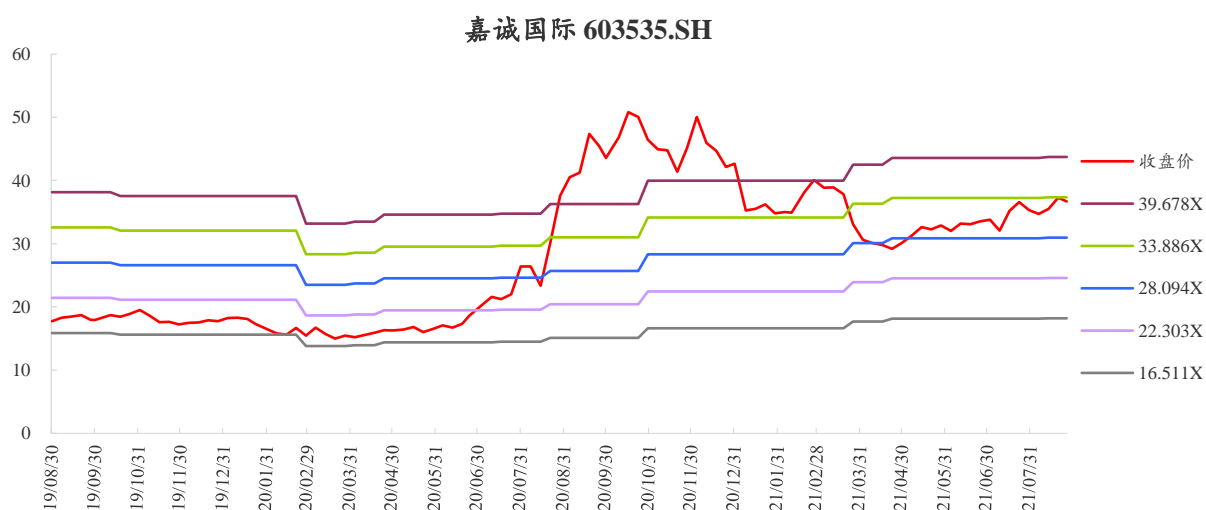
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 7 公司销售毛利率与销售净利率



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 8 P/E (TTM) Band



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

二、风险提示

2.1 嘉诚国际港二期建设进度不及预期

受疫情影响嘉诚国际港建设进度有所放缓，根据公司最近公告披露，嘉诚港二期预计于 2021 年下半年达到预定可使用状态，若工程进度不及预期，2021 年收入将低于我们的预期。

2.2 公司与菜鸟合作到期后未能如期续约

公司与菜鸟合作到期后如若不能按期续约，综合物流预期收入与实际收入可能存在较大的出入。

附：财务预测摘要

| 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 利润表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标（元） | | | | | 营业总收入 | 1151 | 1700 | 2202 | 2803 |
| 每股收益 | 1.07 | 1.57 | 2.18 | 2.99 | 营业成本 | 875 | 1234 | 1564 | 1952 |
| 每股净资产 | 11.58 | 14.32 | 17.97 | 22.73 | 毛利率% | 24.0% | 27.4% | 28.9% | 30.3% |
| 每股经营现金流 | 0.69 | 1.21 | 2.01 | 2.70 | 营业税金及附加 | 5 | 8 | 10 | 13 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 价值评估（倍） | | | | | 营业费用 | 26 | 55 | 74 | 95 |
| P/E | 34.43 | 23.59 | 16.99 | 12.36 | 营业费用率% | 2.3% | 3.3% | 3.4% | 3.4% |
| P/B | 2.63 | 2.66 | 2.48 | 2.30 | 管理费用 | 67 | 121 | 155 | 196 |
| P/S | 4.83 | 3.27 | 2.53 | 1.99 | 管理费用率% | 5.8% | 7.1% | 7.1% | 7.0% |
| EV/EBITDA | 33.84 | 18.02 | 13.16 | 9.35 | 研发费用 | 17 | 25 | 33 | 42 |
| 股息率（%） | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 研发费用率% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% |
| 盈利能力指标（%） | | | | | 财务费用 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 24.0% | 27.4% | 28.9% | 30.3% | 财务费用率% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 净利率 | 14.0% | 13.9% | 14.9% | 16.1% | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净资产收益率 | 9.3% | 11.0% | 12.1% | 13.2% | 投资收益 | 30 | 17 | 22 | 28 |
| 资产回报率 | 6.8% | 9.0% | 9.9% | 10.9% | 营业利润 | 193 | 279 | 387 | 532 |
| 投资回报率 | 7.3% | 10.1% | 11.4% | 12.5% | 营业外收支 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 盈利增长（%） | | | | | 利润总额 | 194 | 279 | 387 | 532 |
| 营业收入增长率 | -3.6% | 47.6% | 29.5% | 27.3% | 所得税 | 32 | 42 | 58 | 80 |
| EBIT 增长率 | 5.6% | 58.7% | 42.2% | 38.0% | 有效所得税率% | 16.4% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润增长率 | 26.4% | 46.0% | 38.8% | 37.4% | 少数股东损益 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 162 | 236 | 328 | 450 |
| 资产负债率 | 26.4% | 17.9% | 17.7% | 17.2% | | | | | |
| 流动比率 | 2.04 | 2.51 | 2.42 | 2.51 | 资产负债表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 速动比率 | 1.72 | 1.95 | 1.86 | 1.94 | 货币资金 | 515 | 395 | 488 | 702 |
| 现金比率 | 0.85 | 0.88 | 0.87 | 1.02 | 应收款项 | 331 | 280 | 350 | 434 |
| 经营效率指标（%） | | | | | 存货 | 175 | 243 | 304 | 377 |
| 应收帐款周转天数 | 102.49 | 49.00 | 48.00 | 47.00 | 其它流动资产 | 210 | 203 | 210 | 217 |
| 存货周转天数 | 72.89 | 72.00 | 71.00 | 70.50 | 流动资产合计 | 1230 | 1122 | 1352 | 1730 |
| 总资产周转率 | 0.48 | 0.65 | 0.67 | 0.68 | 长期股权投资 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 固定资产周转率 | 3.66 | 3.70 | 3.38 | 3.16 | 固定资产 | 314 | 460 | 652 | 888 |
| | | | | | 在建工程 | 658 | 878 | 1110 | 1331 |
| | | | | | 无形资产 | 156 | 156 | 165 | 179 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 1144 | 1509 | 1943 | 2414 |
| 现金流量表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 资产总计 | 2374 | 2632 | 3295 | 4144 |
| 净利润 | 162 | 236 | 328 | 450 | 短期借款 | 98 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 1 | 1 | 2 | 2 | 应付账款 | 466 | 394 | 491 | 604 |
| 非现金支出 | 18 | 30 | 20 | 16 | 预收账款 | 0 | 5 | 7 | 8 |
| 非经营收益 | -22 | -17 | -22 | -28 | 其它流动负债 | 38 | 48 | 62 | 77 |
| 营运资金变动 | -55 | -69 | -25 | -34 | 流动负债合计 | 602 | 447 | 559 | 690 |
| 经营活动现金流 | 104 | 181 | 303 | 407 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -232 | -219 | -232 | -221 | 其它长期负债 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 其他 | 158 | 17 | 22 | 28 | 负债总计 | 626 | 471 | 583 | 713 |
| 投资活动现金流 | -74 | -202 | -210 | -193 | 实收资本 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 债权募资 | 98 | -98 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 1742 | 2153 | 2703 | 3419 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 7 | 8 | 9 | 12 |
| 其他 | -34 | 0 | 0 | 0 | 负债和所有者权益合计 | 2374 | 2632 | 3295 | 4144 |
| 融资活动现金流 | 64 | -98 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净流量 | 93 | -119 | 93 | 213 | | | | | |

数据来源：wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

| 股票投资评级说明： | 行业投资评级说明： |
|---|--|
| 报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | 报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； | 强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； |
| 增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； | 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； |
| 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； | 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 |
| 卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 | |

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。